



22

CRISE FINANCEIRA:
CONTEÚDO LATENTE DA CRISE ECONÔMICA

Banca examinadora

Prof. Orientador Luiz Carlos Bresser Pereira

Prof.

Prof.

Prof.

Prof.

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

Jouliana Jordan Nohara

***CRISE FINANCEIRA:*
CONTEÚDO LATENTE DA CRISE ECONÔMICA**

Tese apresentada ao Departamento de Planejamento e
Análise Econômica da Fundação Getúlio Vargas —
Escola de Administração de Empresas de São Paulo,
como requisito para obtenção de título de doutora em
Economia de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Carlos Bresser Pereira

São Paulo
1997



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



922/98



1199800922

S

21.5

338.124.4

N779c

962/98

Tese
e.j

NOHARA, Jouliana Jordan. Crise Financeira: conteúdo latente da crise econômica. São Paulo: EAESP/FGV, 1997. 219p. (Tese apresentada ao Departamento de Planejamento e Análise Econômica da EAESP/FGV).

Resumo: Sistematização dos enfoques teóricos da crise financeira: monetarista, abordagem da informação assimétrica e hipótese da instabilidade financeira. Examina também as principais variáveis à luz dessas abordagens em duas economias líderes: a norte-americana e a japonesa.

Palavras-chave: ativos financeiros, ciclo, crédito, crise econômica, crise financeira, endividamento, expansão, fragilidade financeira, moeda, taxa de câmbio, taxa de juros, taxa de lucro.

Agradecimentos

A distinção entre o início e o fim é uma ficção de ordem metodológica que subentende o arbítrio; portanto mesmo merecendo a minha gratidão, muitas pessoas que contribuíram para a realização deste trabalho não estão sendo citadas.

Nesta história de gratidão, quero salientar que há pessoas que contribuem decisivamente para que algo aconteça, muito embora elas não tenham a total consciência da magnitude de sua contribuição. O exemplo é o prof. Luiz Carlos Bresser Pereira, meu orientador que, desde o momento em que percebeu uma idéia, acompanhou com bastante empenho e dedicação o desenrolar e a conclusão de um argumento.

Via de regra, imaginamo-nos auto-suficientes; talvez, porque a imagem nos traga algum alento. O fato é que sem a ajuda das pessoas não conseguimos concretizar nossos vãos. No caso deste trabalho, precisei de muitos impulsos. O primeiro deles veio do prof. Samuel Hazzan quando não havia projeto algum. Outros se seguiram, vindos do prof. Abraham Laredo Sicsu, e, também, estranhamente, de sua mãe, cuja sabedoria não se limita apenas a uma situação de estudo, mas, de fato, impulsiona a vida.

Os impulsos, a seguir, vêm de “cinco estrelas” quando trabalhava no Banco Itaú. A idéia de fazer doutorado foi prontamente apoiada pelo superintendente de Planejamento Comercial, Iberê Arco e Flexa, e pelo diretor de Marketing, Antonio Jacinto Mathias, que me deram as condições objetivas para o estudo. Na fase de qualificação do projeto, mais um impulso, este do prof. Luiz Antonio de Oliveira Lima.

Quero registrar meus sinceros agradecimentos ao prof. Robert Nicol.

Ainda, meu reconhecimento à amiga Regina que também em outros trabalhos deu sua valiosa contribuição.

E, por último, meus agradecimentos ao apoio institucional da Fundação Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes).

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS

LISTA DE FIGURAS

<i>INTRODUÇÃO</i>	1
1. UMA DEFINIÇÃO PROBLEMÁTICA: O QUE É A CRISE FINANCEIRA	6
<i>ENFOQUES TEÓRICOS</i>	
2. O ENFOQUE MONETARISTA	13
3. ALÉM DA OFERTA MONETÁRIA	31
4. A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA	35
5. A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	46
6. O ESTADO E A MOEDA REPRESENTAÇÃO	55
7. DISTÚRBIO OU CRISE FINANCEIRA?	66
<i>DOIS EXEMPLOS</i>	
DE CRISE A CRISE: AS ECONOMIAS NORTE-AMERICANA E JAPONESA	76
8. A ECONOMIA NORTE-AMERICANA	78
9. A ECONOMIA JAPONESA	105
10. A DINÂMICA DAS CRISES	126
11. CICLOS, CRISES E O PREÇO DO CAPITAL	138
CONCLUSÃO	168
<i>ANEXOS</i>	
A1 MODELO BÁSICO DE CRISE CAMBIAL	172
A2 A CRISE FINANCEIRA SEGUNDO A TEORIA DA CATÁSTROFE	182
A3 TABELAS BÁSICAS	193
BIBLIOGRAFIA	211

LISTA DE TABELAS

2.1	Variáveis monetárias: Estados Unidos	25
8.1	A renda do capital por decênios	79
8.2	Meios de pagamento, renda nacional e taxa básica de juros	86
8.3	Investimento Líquido, Lucros e Juros	91
9.1	Participação do Governo no investimento (Japão)	123

LISTA DE FIGURAS

Estados Unidos

2.1	Velocidade renda da moeda: Estados Unidos (1885-1960)	27
2.2	<i>High-Powered Money (HPM)</i> e razão depósitos/ <i>HPM</i>	27
4.1	Preço das ações e o <i>spread</i> — Estados Unidos 1891-1894	44
4.2	Preço das ações e o <i>spread</i> — Estados Unidos 1929-1935	44
8.1	A renda do capital — lucros e juros líquidos participação na Renda Nacional	78
8.2	Lucros e dividendos “ <i>Corporate</i> ” — participação na Renda Nacional	82
8.3	Juros líquidos — participação na Renda Nacional	85
8.4	Lucros e juros líquidos — participação na Renda Nacional	88
8.5	Investimento <u>privado</u> líquido em termos de percentual do PNB	90
8.6	Investimento <u>privado</u> líquido e a divisão do excedente	92
8.7	Haveres financeiros como percentual do PNB	95
8.8	Cobertura das despesas financeiras	98
8.9	Dívida do setor não financeiro em relação ao PNB	100
N.1	Renda dos Proprietários e da Propriedade	102

Japão

9.1	Meios de pagamento como percentual do PNB	107
9.2	Ativo bancário como percentual do PNB	108
9.3	Dívida governamental em relação ao PNB	109
9.4	Haveres financeiros M2 e M3 como percentual de PIB	111
9.5	M1, (M ₂ -M ₁) e (M ₃ -M ₂) como percentual do PIB	112
9.6	Ativo bancário: empréstimos por setor como percentual do PIB	114
9.7	Lucro e renda pessoal de juros como percentual da Renda Nacional	117
9.8	Relação patrimônio líquido/capital total	119
9.9	A rentabilidade do capital — a taxa média de lucro	121
9.10	A taxa média de lucro <u>líquido</u>	122
9.11	Investimento líquido e a depreciação como percentual de PIB	124
11.1	Rentabilidade: esperada e efetiva	150
11.2	Japão, relações: capital fixo/produto e trabalho/produto	156
11.3	Estados Unidos — Renda do trabalho e do capital	157
11.4	Estados Unidos — Remuneração do trabalho e lucros	157
11.5	Japão — Renda do trabalho e do capital	158
11.6	Japão — Remuneração do trabalho e lucros	158
11.7	Relações produto/capital na economia japonesa	160
11.8	Taxa de lucro e relações: capital fixo/produto e capital total/produto (Japão)	161
11.9	Taxas de lucro e de juros — Japão	165

INTRODUÇÃO

Ao iniciar a década de 1980, os economistas teóricos enfrentaram a tarefa ingrata de restabelecer as teorias que explicavam as crises financeiras. O primeiro problema encontrado foi a constatação de que apesar de a crise financeira ter sido uma ocorrência regular na história econômica não existiam teorias sobre o evento, portanto, não poderiam ser restabelecidas. O segundo problema era o reinado teórico das expectativas. A mais calorosa discussão no meio acadêmico referia-se à formação das expectativas: eram as expectativas adaptativas ou racionais? A ameaça de crise nos países centrais e sua eclosão nos periféricos foi uma rebelião contra qualquer tipo de expectativa, independente da maneira de sua formação. Não havia no horizonte de tempo mais próximo algum precedente que pudesse indicar a volta do fenômeno das crises financeiras.

O estopim foi dado em 1982 com a eclosão dos problemas das dívidas dos países periféricos. Era o tempo no qual, após árduos debates e altos níveis de inflação, os monetaristas haviam alcançado o comando na condução da política econômica nos Estados Unidos. A sua ênfase teórica na importância do longo prazo — quando a moeda é neutra e as alterações na oferta monetária afetam apenas o nível dos preços, deixando intocados o produto e o emprego — não conseguiu ser posta em prática por causa da ameaça de crise financeira. Apesar do sensível aumento da oferta monetária, a inflação, contrariando qualquer expectativa, cedeu.

Nos países que deveriam ajustar suas políticas macroeconômicas a fim de conseguir pagar o ônus de suas dívidas, o investimento declinava. O mesmo ocorria nos Estados Unidos, não obstante a redução dos preços das matérias-primas nos mercados mundiais e do crescimento real da oferta monetária interna. As condições econômicas internacionais tornavam-se gradualmente mais instáveis e os países, que passavam por experiências de crises financeiras, mais numerosos.

A literatura econômica que abordava o assunto era anterior à Segunda Guerra Mundial. De certa forma tratava-se de curiosidade histórica, pois um cenário de longa expansão havia deixado, no passado, a preocupação com as crises financeiras. As abordagens existentes traziam mais dúvidas que soluções. Em primeiro lugar a crise era evento violento mas de breve duração, aparecia e se extinguiu repentinamente. Era atribuída a grandes perdas de ouro devidas a eventos extra-econômicos, tais como o esforço fiscal num quadro de guerra ou às manchas solares que ao provocarem reduções nas colheitas exigiam pesadas importações de alimentos. Quando não se podia verificar perda de ouro, as crises eram atribuídas à expansão dos meios de pagamento, em relação ao estoque de ouro do país. Com espantosa frequência elas se deviam à falta de escrúpulos de banqueiros que, à procura de lucros rápidos e substanciais, concediam empréstimos a empresas não idôneas ou mal-administradas. Se o senso moral dos banqueiros não era posto em questão, a discussão se deslocava para a sua capacidade profissional. Em situação de crise, vários banqueiros e administradores bancários perdiam sua capacitação administrativa ou a sua integridade, que são características imprescindíveis para a condução deste empreendimento.

Circunscrita ao mercado monetário, a crise financeira liquidava muitos bancos e, com eles, as obrigações e os direitos de seus clientes. Depressões econômicas seguiam as crises, sua profundidade e a duração eram relacionadas à severidade da própria crise. A perda de patrimônio e de emprego era fator de grandes revoltas sociais e de uma demanda por maior regulamentação na atividade bancária. A importância do estudo das crises para teoria econômica residia, e ainda reside, na sua associação com as depressões e a necessidade de mudança na regulação bancária.

A regulamentação da atividade bancária é um fato recente. Na maior parte dos países desenvolvidos da Europa, exceto a Inglaterra, foi instituída durante o século passado. Como nem todos os bancos faliam durante as crises financeiras, considerava-se que as falências eram efetivamente devidas à má gestão ou às fraudes que abundavam exatamente nestas ocasiões. Na época de falta de regulamentação, a credibilidade no banco e na reputação pessoal do banqueiro era fator de extrema relevância para a escolha do cofre no qual se guardaria a riqueza monetária. É bom lembrar que a origem da palavra crédito é relacionada a fé: crer, acreditar. Assim, a fé dominava o espaço monetário onde eram reunidos o ouro, o

papel-moeda e o crédito. O mito da credibilidade na moeda, assim como o da nota bancária representando o ouro mantido nos bancos, deve-se, com certeza, às práticas bancárias daquela época.

No tempo da moeda mercadoria, a crise financeira era relacionada diretamente à expansão dos meios de pagamento — papel-moeda e depósitos — em relação ao estoque de ouro no país. Medir a expansão era tarefa relativamente simples, apesar dos calorosos debates sobre a sua relevância; considerava-se algum percentual — tal como 20% ou 30% de ‘reservas’ de ouro nos bancos em relação aos meios de pagamento. A conta era: ouro sobre meios de pagamento (papel-moeda e depósitos). Ultrapassado o cociente tido por normal, era preciso procurar os responsáveis por este aumento e pela conseqüente perda de confiança de se converter os depósitos em ouro. Esta simplicidade, entretanto, é enganosa, pois o conhecimento deste mecanismo — que retrocede em pelo menos duzentos anos — não evitou a ocorrência periódica e mais ou menos regular de pânico bancários. A conta era feita sempre *ex-post*.

Havia analistas que insistiam em um estoque fixo como, por exemplo, se o estoque de ouro no cofre dos bancos ficasse abaixo de 11 milhões e quinhentos mil libras esterlinas, corria-se sério risco de crise financeira. Onde havia muito ouro, como nos Estados Unidos no início deste século, considerava-se que somente a eliminação do crédito (uma reserva de 100%) poderia evitar a crise.

A ameaça de crise financeira a ser vivida pela economia norte-americana em 1982 trouxe vários assuntos para a reflexão. Os mitos e as verdades exigiam uma rápida reestruturação. O ambiente institucional no qual subsiste a moeda havia se modificado radicalmente durante o tempo em que não houve crise financeira. Em primeiro lugar, não existia mais moeda mercadoria e muito menos bancos não regulamentados. Os bancos centrais eram uma realidade em todos os países e o Estado, por intermédio das autoridades monetárias, era responsável pelo volume e valor dos meios de pagamento e pelo desempenho econômico. O peso da fé na moeda, outrora dividido entre banqueiros e Estado, passou a ser carregado apenas pelo Estado. Isso, apesar de ainda não se saber o que exatamente determina a confiança nos meios de pagamento. Pior ainda, descobriu-se que era difícil especificar o que de fato era meio de pagamento.

Havia depósitos à vista, depósitos a diversos prazos, acordos de recompra, depósitos de poupança e uma infinidade de outros instrumentos de crédito. A primeira questão era: quais, entre eles, constituíam os meios de pagamento? As cédulas bancárias e os depósitos à vista entravam com certeza, mas a sua relevância havia diminuído fortemente. Como medir, porém, o seu aumento ou sua redução já que não havia o meio estável para comparação, que antes era dado pelo estoque de ouro? Que se meça em relação ao produto nacional? Aqui, mais uma complicação. Medidos em relação ao produto nominal ou real? e como se mede o produto real? Decididamente a medida faz parte do objeto a ser medido. Como sempre, as questões filosóficas foram elididas pela urgência da decisão. Descobriu-se que a incipiente crise financeira de 1982 não poderia ter sido debelada através de aumento genérico dos meios de pagamento. Era necessário aporte direto de dinheiro a bancos específicos e acordos que visavam a sustentação do capital dos bancos.

A credibilidade no dólar também não estava em questão, mas teria sido abalada se não se solucionasse o problema das dívidas dos países menos desenvolvidos. Era a incapacidade dos devedores externos e internos de pagar seus compromissos financeiros no vencimento — causada pelo excessivo aumento destas dívidas, devido aos altos juros praticados anteriormente — que ameaçava a solvência de parte dos bancos principais. A credibilidade, precedida por uma questão bem real, apresentava-se como um problema de segunda ordem. Neste quadro, um aumento geral e genérico dos meios de pagamento não seria uma resposta concreta para os bancos atingidos, pois com a ameaça de solvência dos bancos principais, o que estava em jogo era a solvência do sistema: a crise financeira, portanto, não era apenas uma questão de liquidez genérica.

Na seqüência da crise da dívida em 1982 — e as ameaças em 1987 e 1989 — a crescente instabilidade financeira exigia constantes intervenções das autoridades monetárias. Ela apontou para o fim da breve duração que havia acompanhado as crises no passado. Ao contrário do que era observado após 1950, a oferta monetária em todas as suas definições deixou de apresentar relação mais ou menos estável com a renda ou, ainda, com a inflação.

Após a Grande Depressão fora estabelecida uma correspondência entre a queda das bolsas e a crise financeira, e a queda das bolsas era associada a especulação que precedia as crises. A especulação, com o desvio dos recursos do investimento produtivo que aquela representava para Keynes, havia sido incluída como variável relevante para a análise econômica. Havia economistas que insistiam na existência de uma relação estreita entre a queda dos valores em bolsa e as crises financeiras. Outro grupo se dedicava a demonstrar a perfeição do mercado financeiro — e das bolsas — e a conseqüente impossibilidade de uma especulação desestabilizadora. Os seus sofisticadíssimos modelos matemáticos convenciam mais do que as análises históricas, por isso recebiam maior crédito no meio acadêmico. Contudo, a primeira ameaça de crise séria no sistema bancário dos Estados Unidos, em 1980, foi devida, por exemplo, a especulação no mercado de prata. O preço da prata caiu e pesadas posições em descoberto poderiam afetar a solvência de alguns bancos.

Alguns economistas, que viam o liame entre a crise financeira e a queda da bolsa, enfatizavam a relação entre o valor das garantias (colaterais para o crédito concedido) e a capacidade dos bancos em recuperar os créditos concedidos. Outros adotaram a visão, para enfatizar a disponibilidade e a vontade de gasto das empresas e das famílias, da redução de sua riqueza total. Este enfoque estava em maior acordo com a análise monetarista que havia incorporado, ao lado da moeda, a riqueza total como variável que condicionava os gastos e a demanda agregada.

Na seqüência dos anos que seguiram a crise da dívida em 1982 — e as outras ameaças em 1987 e 1989, devidas às substanciais quedas das bolsas — a oferta monetária em todas as suas definições (M1, M2, M3), ao contrário do observado após 1950, deixou de apresentar relação mais ou menos estável com a renda. Os gestores da moeda, céticos com a teoria, começavam a confidenciar até a jornalistas que, agonizando, já não sabiam mais o que fazer com os malditos números monetários. E que era, de fato, muito difícil de saber se a política monetária que implementavam era muito apertada ou relativamente moderada. Em 1992, Greenspan, chefe do Fed, disse aos repórteres em Tóquio: “Nenhum modelo econômico é capaz de explicar os tipos de comportamento econômico que estamos vivendo”.

O descrédito exemplifica-se melhor nas poesias que apareceram em revistas dos bancos componentes do Federal Reserve, uma delas publicada na edição de julho de 1992 do Federal Reserve Bank de Cliveland.¹ Nela o autor, anônimo mas membro do equipe daquele banco central regional, fazendo trocadilho com o poema *The Raven* (O Corvo), de Edgar Allan Poe, denominou seu poema de “*The Maven*”, M de moeda. Neste poema um economista do Fed, cansado e preocupado se pergunta se o M2, por ter apresentado um crescimento lento durante 1992, se tornou motivo de calorosas polêmicas entre os monetaristas, ou se ainda assim, poderia ter sido uma medida válida para a política monetária. Os últimos versos, segundo o autor do livro que se utilizou do poema, transmitem o clima de confusão e desacordo entre o grupo:

*“Seria este homem severo e esquelético um teórico ou um realista muito mais prático
Quanto às maneiras de manter-se a par da moeda e dos relacionamentos que esta possuía?
Quanto analistas já teria ele visto percorrendo incontáveis números que precisavam ser
manuseados,
Sobre fluxos de depósitos que escapavam, estaria meditando o homem que se encontrava plantado
à porta do meu andar?
“Diga-me, por que você veio me visitar”, perguntei-lhe, tremendo até a alma:
Disse o M-Orvo: “M2 nunca mais”.
“Profeta!” Disse eu: dane-se o Fed! Que pare de falar de taxas de fundos Federais e de moedas
sem par!
Quer tenha sido enviado por economistas da oferta, ou por fiéis à sintonia fina,
Apazigüe meus temores! Negue que o M esteja arruinado; não me deixe com minha bússola
corvejando —
Não escarneça a taxa de crescimento do M2 — diga-me, verdadeiramente, eu imploro:
Será que poderia haver algum consolo, algum prazer, de ter minha Fé restaurada?
Disse o M-Orvo: “M2 nunca mais.”
E o M-Orvo, continuando a pairar, tão real quanto meu gesto de procurar capas
De livros sobre M1A e esquemas de controle que ainda tenho de explorar.*

Sem testemunhas, reservas ou embasamento; Milton está liquidado e junto com ele outros desconhecidos com os quais me defronto.

E a luz vindo do teto delinea sua sombra no chão:

E minha alma, a partir daquela sombra que paira sobre o chão,

Será elevada — descobri o M4!”.

O monetarismo caía em descrença fundamentalmente pelos fatos que haviam se deixado de se comportar segundo as teorias. A produção acadêmica se voltara à elaboração de outros esquemas interpretativos, que visavam a substituição das explicações monetaristas sobre a razão e a dinâmica das crises financeiras por outros mais adequados à realidade institucional.

Ao se pensar na crise financeira, a atenção recai sobre o mercado monetário. Os especialistas que a circunscrevem no âmbito das teorias monetaristas enfocam a moeda somente enquanto meio de pagamento. Desse ângulo, trata-se de um grave desequilíbrio entre oferta e demanda de meios de pagamento. Os fatos demonstraram que a questão não é tão simples, porque em primeiro lugar, na prática, não se conseguia determinar com precisão qual entre os estratos financeiros constituía os meios de pagamento. Assim, não se podia saber qual era a oferta monetária relevante para a explicação e o controle do evento. Em segundo lugar, tornou-se claro que a solvência dos devedores afetava a solvência de determinados bancos. Assim sendo, não se tratava de oferta monetária em qualquer uma de suas definições.

Com estas considerações, a atenção voltada outrora à oferta monetária e à moeda — em quaisquer de suas definições, mais restritas ou mais abrangentes — deslocava-se para o lado esquerdo dos balanços bancários, que é o dos empréstimos e dos investimentos. Percebeu-se que a moeda é (ou sempre fora?) a contrapartida dos empréstimos e dos investimentos, ou é ao contrário? Mais uma indagação que espera por resposta. Tornava-se necessário definir os fatores que conduziam a concentração no tempo de insolvências — de empresas não financeiras e de bancos — e que levavam, como consequência, a uma crescente e cada vez mais nítida ameaça de eclosão de crise financeira.

Neste item as opiniões se dividem. Alguns economistas teóricos, que consideram o capitalismo inerentemente instável, analisam que esta situação se deve ao comportamento normal da economia monetária (ou creditícia) no qual, durante o ciclo econômico, os lucros do setor não financeiro se reduzem. Segue-se redução no investimento e subsequente diminuição de lucros e postos de trabalho. A esse movimento, forma-se uma superestrutura de dívidas cujas obrigações contratuais impõem redução maior das rendas das unidades produtivas. Em algum ponto do ciclo econômico, a economia torna-se financeiramente frágil. A fragilidade é uma precondição para a eclosão da crise financeira. Uma vez instaurada, qualquer problema comum da vida econômica (choque de oferta, choque de demanda, brusca modificação nas regras de política econômica ou mesmo erro dos gestores da moeda pressionados pela situação) pode transformar-se em crise financeira. A situação é acompanhada por crescente aumento na atividade especulativa.

Outra corrente teórica, que também enfoca o lado dos ativos dos bancos, chega à conclusão de que os empréstimos e investimentos são determinantes da quantidade de crédito concedido e este fundamenta a atividade econômica agregada. Pronunciada queda na cotação dos valores em bolsa, por reduzir a riqueza total dos agentes econômicos, provocaria redução na demanda agregada. Poderia refletir, ainda, em posterior redução no volume de crédito concedido — por causa do efeito conjunto da redução do valor dos colaterais e da demanda agregada. A crise financeira pode ser devida a estes movimentos, porque ao se reduzir o valor do lado esquerdo do balanço bancário, torna-se evidente que os direitos de parte dos depositantes (denominados de moeda quando posicionados do lado direito) correm risco de depreciação. Frente à percepção de perda, alguns agentes melhor informados podem correr aos bancos para sacar seu dinheiro. Outros, vendo este movimento, os seguem. Está formado o pânico bancário.

Outra possibilidade é dada pelo desempenho insatisfatório da economia, que indica dificuldades na concessão de crédito, depreciação dos valores em bolsa, bruscas modificações nas regras macroeconômicas e modificação na avaliação dos empreendimentos. Os agentes econômicos podem antecipar-se aos eventuais problemas que afetariam seus direitos e, nesta tentativa, precipitam a crise financeira. A

situação é precedida por acréscimo nos movimentos especulativos nas bolsas, nos mercados de câmbio e por aumento brusco na taxa de juros.

O que falta para esta abordagem, assim como para a dos monetaristas, são as precondições para as crises. Tendo em vista que as crises se concentram em determinados períodos, torna-se necessário um exame detalhado das eventuais mudanças nas condições gerais do lucro, do endividamento, dos juros e do investimento.

Apesar dos árduos debates e da falta de consenso entre os teóricos das diversas linhas analíticas, assim como entre os economistas de uma mesma corrente, a crise financeira não é mais tratada como um simples problema de desajuste entre a demanda e a oferta de meios de pagamento. Consideram a presença de condições objetivas que levam à ameaça de perda de direitos patrimoniais. O meio acadêmico chegou ao consenso de que a abordagem teórica da crise financeira exige a compreensão de todos os elementos do mercado financeiro — do qual o mercado monetário é apenas parte. Existe uma complexa dinâmica de interdeterminação entre os elementos que compõem o mercado principal nas economias capitalistas, que é o mercado financeiro, e esta dinâmica ainda não foi esclarecida pela teoria econômica. Falta o elemento que integra os preços dos patrimônios ao preço do produto corrente. Os parâmetros que orientam o funcionamento do mercado financeiro são: a moeda, a taxa de juros, os lucros, a precificação dos ativos de capital e financeiros e as bolsas de valores. Estes são, portanto, os elementos indispensáveis à análise da crise financeira.

Pelo exposto até aqui, o propósito deste trabalho é, antes de tudo, dar um panorama dos debates travados em torno da crise financeira. O outro objetivo é reforçado pelas palavras de Rudiger Dornbusch quando da realização de uma conferência sobre a crise econômica, promovida em outubro de 1989, pelo National Bureau of Economic Research: “Gostaria de me juntar àqueles conferencistas que expressaram a preocupação; não acredito que temos conseguido descobrir de onde vem as crises financeiras, e a nossa crescente habilidade em aplicar tratamentos de choque não me anima... Não há abordagem que tenha nos ajudado a compreender as condições necessárias e o gatilho decisivo”.²

Focando a análise nas variáveis explicativas relevantes à luz dos enfoques teóricos existentes — deixando para terceiros a determinação do ‘gatilho decisivo’ — concentramos nossos esforços na busca das condições de lucro, juros, investimento, endividamento e precificação de ativos, e as do mercado monetário que tornam mais provável a ocorrência de crise financeira.

As questões principais que orientarão a nossa pesquisa são: (1) O que une as crises econômicas às financeiras? (2) O sentido desta relação. A crise financeira será produto de declínio cíclico da atividade econômica ou resultado de inépcia das autoridades monetárias na condução de política econômica?

CAPÍTULO 1

UMA DEFINIÇÃO PROBLEMÁTICA: O QUE É A CRISE FINANCEIRA

“Em tempos específicos grande quantidade de pessoas estúpidas tem grandes quantidades de dinheiro estúpido... Em intervalos... o dinheiro desta gente — o capital cego do país, como o chamaremos — é especialmente abundante e procura ansiosamente alguém que possa devorá-lo... e, devorado, instaura-se o pânico.”

Walter Bagehot (1826-1879)

A crescente manifestação de preocupação nos meios políticos e empresariais quanto ao perigo de crises econômicas e financeiras e a lacuna sobre o assunto nos programas de pesquisa foram as razões declaradas por Martin Feldstein³ para a organização de um evento em outubro de 1989. Ao contrário de outras conferências que envolvem somente os economistas associados à Agência Nacional de Pesquisa Econômica (*National Bureau of Economic Research*: NBER), Feldstein, nas suas atribuições de presidente daquela instituição, havia convidado dirigentes e ex-dirigentes de Federal Reserve System (Fed), Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), International Monetary Fund (IMF), The World Bank e de outras instituições, “*that must deal with the possibility of financial and economic crises*”.⁴

Denominada *The Risk of Economic Crisis*, a conferência foi dividida em três partes:

*“the first dealing with the origin of financial crises, the second with the international aspects of financial crises, and the third with the impact of financial crises on the economy.”*⁵

A denominação e os desdobramentos, antes de serem gratuitos, exprimem o consenso no meio acadêmico de que as crises econômicas e financeiras são fenômenos interrelacionados.

O professor Benjamin Friedman — diretor de *Financial Markets and Monetary Economics Program* de NBER, na ocasião — foi encarregado da elaboração do artigo de abertura. De acordo com ele: “É difícil especificar com precisão o que exatamente é uma crise financeira, mas a maior parte das pessoas no mundo das finanças e dos negócios aparentemente sentem que se passarem por esta experiência a reconheceriam.”⁶ A dificuldade de B. Friedman em conceituar o evento, como veremos, é amplamente compartilhada pelos seus pares. Enquanto os fatos demonstraram que a crise financeira *não* é um mero desequilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda — visão que havia definido o evento de acordo com sua forma de manifestação de corrida aos bancos —, os teóricos não chegaram, ainda, a uma conceituação positiva.

Discutem-se os elementos necessários à caracterização da crise, como se pode verificar nas palavras de Poole: “Precisamos decidir qual mercado merece ênfase especial. *Acredito* que devamos nos concentrar na bolsa, no montante do investimento, no mercado de títulos e no monetário... Deixei fora o

mercado de câmbio deliberadamente”⁷, o mercado monetário ficou em quarto lugar na ordem do autor, mas a procura dos elementos é patente.

Os eventos que cercaram as ameaças de crise financeira nos Estados Unidos, a apresentação das dificuldades e as soluções práticas evidenciaram as falhas teóricas, rompendo com a estrutura conceitual. A inclusão da bolsa e da valorização relativa do capital e as suas relações com os movimentos do investimento ampliaram o espaço no qual o evento era inserido — do mercado monetário para o mercado financeiro. Tornou-se claro que a definição da crise financeira exige a prévia definição da moeda e a distinção entre a moeda e o crédito, dinheiro e capital, capital na sua forma física (de planta produtiva) e de ativos financeiros e a relação entre a lucratividade do investimento e a (des)valorização dos capital em função do lucro obtido e em função das modificações na oferta monetária. Na citação que inicia este capítulo, grifamos as palavras dinheiro e capital, utilizadas enquanto sinônimos por Badgehot em 1873, justamente para chamar a atenção de que a tentativa de distinguir dinheiro e capital data de mais de cem anos.

Veblen, em 1904, ligou a expansão do crédito ao aumento do preço do capital. Para ele as crises financeiras caracterizam-se por um processo de liquidação de crédito excessivamente expandido durante a fase de prosperidade, por causa da expansão dos valores em garantia. Os lucros presumidos não acompanhavam esta expansão. Vêm as crises financeiras, que são: “períodos de liquidação, cancelamento de crédito, altas taxas de desconto, preços em declínio causados por ‘vendas forçadas’ e contração dos valores”⁸ dos ativos, que são colaterais para os empréstimos. Como veremos, apenas a partir dos anos 80 os economistas teóricos preocupar-se-ão com a correspondência entre os valores em garantia e o crédito.

Raymond Goldsmith em 1982 — notando que Minsky, embora escrevendo sobre crise financeira, não havia conceituado o fenômeno e baseado na explicação deste autor — oferece a seguinte definição: “Deterioração sumária, acentuada e ultracíclica de todos, ou da maior parte dos indicadores financeiros — taxa de juros a curto prazo, preço dos ativos (ações, ativos reais e terra...), insolvências comerciais e falências de instituições financeiras.”⁹ Esta é a definição utilizada pelo professor Laurence Summers, no artigo “*Planning for the Next Financial Crisis*”¹⁰, elaborado quando da conferência organizada por NBER, na qual ele participou enquanto economista chefe do Banco Mundial.

Minsky, em 1991, define a crise da seguinte forma: “*A financial crisis occurs where there is a generalized need to make position by selling out position, which results in a wide and large fall in asset values. As a result, the solvency, on market-to-market valuation, of a wide array of financial institutions is compromised. This leads to a spread of refinancing problems.*”¹¹.

Após reconhecer que a definição da crise financeira é tarefa extremamente difícil, Michael Bordo¹² explica o evento em termos de elementos-chave, presentes na maior parte das crises. São eles:

- 1) ampla propagação de mudança das expectativas, associada ao temor de modificação no ambiente econômico. No passado, essas mudanças teriam sido provocadas por algum evento real, tal como guerra ou má colheita. Mas, a crise financeira poderia ter sido atribuída, também, a eventos monetários tais como o receio de abandono do padrão ouro;
- 2) receio quanto a solvência de determinada(s) instituição(ões) financeira(s). Má administração, falta de previdência, frágil estrutura de dívida e ampla redução da liquidez do sistema são as principais causas para as insolvências;
- 3) tentativa de conversão de ativos reais e financeiros em dinheiro, o que provoca alta na taxa de juros e, por consequência, a baixa no preço dos ativos — isto é, crise de liquidez;
- 4) a desvalorização dos portfólios carrega consigo a ameaça quanto à solvência de bancos comerciais e outras instituições financeiras;
- 5) ameaça de insolvência forçaria a venda de ativos o que aumenta o risco de insolvências. O público temeroso quanto ao valor dos seus depósitos pode retirá-los de algum banco particularmente ameaçado, entesourando a moeda retirada. A corrida a um banco particular pode alastrar-se,

transformando-se em pânico geral. Nesta circunstância, os bancos podem suspender os pagamentos e poderia haver pagamento de ágio sobre a moeda;

- 6) o pânico bancário reduz a oferta monetária. Os bancos, na tentativa de melhorar sua liquidez, reduzem os empréstimos. Cai a razão depósitos-moeda e depósitos-reservas. Alguns bancos vão à falência: mais um motivo para a redução da oferta monetária;
- 7) como resultado da queda na oferta monetária ou por causa da queda na velocidade de circulação da moeda causada pelo entesouramento, caem a atividade econômica agregada e o nível dos preços;
- 8) segue: declínio nos lucros e no patrimônio líquido das empresas e aumento das insolvências;
- 9) a queda do preço dos ativos associada à liquidação e ao declínio geral dos preços provoca a “crise de dívidas”. Existe a possibilidade de deflação das dívidas (fisheriana) — expressa enquanto aumento no valor real das dívidas. Seguem falências generalizadas. O processo de corrida aos bancos se intensifica junto com as falências bancárias e a redução na oferta monetária;
- 10) todo processo pode ser detido desde o início, pela oportuna intervenção de alguma autoridade (emprestador de última instância) que concede crédito livremente à taxa punitiva ou através de operações de mercado aberto.

Cada economista que tenha tentado explicar as crises financeiras, segundo Michael Bordo, tem dado ênfase a aspectos específicos das crises. Os monetaristas tradicionais têm privilegiado a oferta monetária e a liquidez geral, outros têm enfatizado a venda de ativos, outros, ainda, os problemas de assimetria na concessão de crédito.

Há estudiosos que tentam classificar as crises financeiras. Ben Bernanke¹³ as divide em *bancárias* — as que têm como elemento principal a corrida aos bancos — e *crises de dívida*, precipitadas pelo declínio do preço dos ativos. Paul Krugman vai além. Para ele é necessária a distinção entre dois tipos de crise financeira internacional: “*One kind involves loss of confidence by speculators in a country's currency, provoking capital flight...The important point of this kind of crisis, ..., is that although it originates in international financial markets it need not be international in scope... The other kind of crisis involves not loss of confidence in a currency, but a loss of confidence in real assets (or the equity that those assets back)... This would be a very different kind of crisis, one in which the international aspect arises in the way that developments in one country's financial markets affect other markets in other countries*”¹⁴

Estas subdivisões, entretanto, não são aceitas por outros. Segundo Kindleberger a classificação das crises é desprovida de sentido, como podemos ver: “Mais tocante é a sugestão que o gênero ‘crise’ terá que ser dividido em espécies denominadas comerciais, industriais, monetárias, bancárias, fiscais, financeiras (no sentido do mercado financeiro) e assim por diante, ou em grupos chamados local, regional, nacional e internacional... Apesar de ter algo a ser dito a respeito de tal classificação, nós a rejeitamos pois estamos interessados nas crises financeiras internacionais, que envolvem a seguinte constelação de elementos críticos: especulação, expansão monetária, aumento do preço dos ativos, seguido por sua pronunciada queda, e corrida à moeda.”¹⁵

Segundo Kindleberger, a abordagem monetarista não abarca crises financeiras sem corrida à moeda-manual e não dá conta de crises financeiras cujo problema subjacente é a interrupção do fluxo de pagamentos internacionais, quando as crises financeiras mais severas têm caráter internacional. De fato, ao discutir os eventuais mecanismos de transmissão internacional das crises, Bordo afirma: “Já que as crises financeiras são importantes somente na medida em que afetam a oferta monetária, elas não podem ser parte do mecanismo de transmissão... Pouca importância deverá ser atribuída ao pânico como mecanismo de transmissão internacional de flutuações cíclicas.”¹⁶ Kindleberger não concorda. Enfatizando o papel das taxas de câmbio (no caso não se pode pensar que elas refletiriam sempre a paridade do poder de compra das moedas nacionais, o que as tornaria neutras), diz que elas ao interagirem com os preços dos títulos, ações, ativos reais, investimentos diretos, comércio de mercadorias e aspectos psicológicos, constituem o principal mecanismo de transmissão internacional das flutuações cíclicas.

Obviamente a questão não é buscar consenso em torno de um conceito, de uma definição. O primeiro problema é a defesa ou a negação da existência do ciclo econômico. De maneira um tanto arbitrária, pode-se verificar que as dificuldades são decorrência do modelo de economia adotado. Se a economia for inerentemente estável e as principais variáveis econômicas (lucros, investimento, preços dos bens e serviços, ativos financeiros e reais, salários, consumo, poupança etc.) evoluírem no mesmo sentido e numa razão constante, o ciclo econômico não existiria. Choques de demanda ou de oferta perturbariam a economia, mas a atividade econômica oscilaria em torno de um eixo estável. Neste tipo de economia, as crises financeiras devem ser atribuídas somente à presença de fatores extra-econômicos — má gestão das autoridades monetárias sendo o fundamental, em tempos de paz. “A crise financeira *leva* à crise econômica quando um declínio no investimento dá espaço ao declínio nos lucros, assim como no produto, no emprego e nos salários.”¹⁷ Neste encadeamento dos fatos, os distúrbios na parte produtiva da economia (a atividade *real*) são *financeiramente induzidos*. Em outras palavras, a razão última da crise econômica encontra-se na incapacidade (ou na falta de preparo técnico) dos gestores da moeda.

Para aqueles que partem de uma economia inerentemente instável — na qual os ciclos e as crises *não* são resultado de choques de demanda ou de oferta, nem fruto de erros de política econômica — o encadeamento dos fatos será o seguinte: declínio nos lucros, acompanhado por redução nas taxas de investimento, que dão espaço ao declínio no emprego e na massa salarial, redução na demanda agregada e de novo nos lucros. A crise financeira, neste caso, será o conteúdo latente da crise econômica e expressão de problemas na acumulação de capital. Mais ainda, “*An institutional structure and pattern of intervention may attenuate the thrust to malfunctioning, but each success in containment leads to a further elaboration of the financial and economic relations that make the system prone to crisis. Success is a transitory phenomenon, although as the era since 1946 has shown the time in transit can be quite long.*”¹⁸

A redução da capacidade de expansão do capital nos espaços econômicos dos países líderes, *expressa pela redução da taxa de lucro e a de investimento*, leva a duas modificações: uma no padrão de competição entre as empresas no mercado interno. A competição perfeita dá lugar a práticas monopolistas. Outra é o aumento na mobilidade geográfica do capital físico — os investimentos diretos em outros países. O surto de desenvolvimento acelerado dos países periféricos nos anos 70 não teria sido possível sem o estreitamento das opções de inversão lucrativa nos espaços econômicos dos países líderes. Aumentou a disponibilidade de recursos para empréstimos internacionais e a vontade de emprestar.

Problemas internos, norte-americanos com a lucratividade, como demonstraremos, e outros relacionados explicitamente com o combate à inflação — via aumento extremo das taxas de juros —, foram o principal fator de um aumento ‘exagerado’ nas dívidas dos países em desenvolvimento. Exagerado em relação à capacidade de gerar excedente necessário ao pagamento dos encargos destas dívidas. A percepção desta situação, por parte dos banqueiros (que se tornou patente com a moratória de México na segunda metade de 1982), resultou numa violenta interrupção dos empréstimos adicionais. A brusca interrupção de crédito tem como resultado a redução substancial do valor dos ativos bancários. A depreciação do lado esquerdo dos balanços bancários (empréstimos e investimentos: isto é ativos ou capital dos bancos), significa depreciação do seu lado direito (moeda ou dinheiro) e isso torna visível que haverá perdedores de direitos patrimoniais. A crise financeira se insere nestes movimentos.

Os acordos das dívidas e os esquemas financeiros emergências eram necessários, pois caso contrário, a situação constituiria uma crise financeira clássica norte-americana e mesmo internacional. Ou como nota Batista Jr.: “Se o mercado bancário internacional tivesse sido abandonado à própria sorte, uma contração mais violenta do crédito teria conduzido provavelmente a uma suspensão completa do serviço da dívida externa de grande número de países devedores, provocando uma deterioração ainda mais severa na qualidade do portfólio dos principais bancos internacionais e colocando em risco a sua sobrevivência.”¹⁹ O que estava em jogo era o capital dos bancos credores (os principais bancos norte-americanos e alguns dos principais bancos internacionais).

Com o esgotamento das fontes externas de financiamento, os países endividados — pressionados — começam a implementar políticas de viabilização da balanço de pagamentos, que incluem bruscas mudanças nas taxas de câmbio ou crises cambiais. É uma situação que envolve perda de confiança na

moeda interna e fuga de capital. É o primeiro tipo de crise financeira internacional, citado por Krugman. Ao lado deste efeito, há inflação de custos para produtos com alto índice de matéria-prima importada. Segue uma aceleração das taxas de inflação.

O aumento das exportações exige incentivos às indústrias que produzem exportáveis: um é o crédito subsidiado, outro é a perda de tributação sobre o produto exportado, ambos resultando em pressão sobre as contas públicas. Nos países endividados, onde os bancos centrais monopolizam as operações de câmbio, a geração de superávits em moeda nacional pode assumir duas formas: emissão de moeda ou venda de títulos governamentais (ou uma mistura delas). Considera-se a venda de títulos uma forma não inflacionária de financiamento, mas existe um limite claro em relação à sua utilização, dado pela capacidade do governo de pagar o seu encargo com a receita de impostos. Junte-se a isso o resgate às dívidas externas das empresas privadas que não desejavam arcar com as altas taxas de juros externas ou com o risco de desvalorização da moeda nacional (que aumentaria o valor real das suas dívidas assumidas em moeda forte) e as dívidas das empresas públicas. Esta foi a base da crise fiscal (ou crise financeira do Estado), nestes países.

Quando os agentes econômicos se recusam carregar mais títulos públicos nos seus portfólios, as crises fiscais tornam-se crises de crédito interno. Para conseguir 'rolar' a sua dívida lastreada em títulos o governo deverá aumentar as taxas de juros. Maior taxa de juros, maiores os encargos das dívidas, maior pressão sobre as contas públicas, redução da taxa de investimento, endividamento 'excessivo' das unidades produtivas. Aumenta a probabilidade de crises de dívida.

Os patrimônios, sendo o principal deles o capital produtivo, são avaliados comparativamente: taxa de lucro efetivamente produzida ou esperada *versus* a taxa de juros atual. O aumento da taxa de juros abaixa o valor de mercado de parte do capital. Empresas com lucratividade inferior à taxa de juros não recebem crédito, passando a valer menos e a falir se não encontrar comprador.

Tendo em vista que o maior devedor, nessas economias, é o Estado, as crises de crédito (externo ou interno) se desdobram de novo em fiscais. As crises fiscais podem assumir forma de crises cambiais, que passam para as bolsas de valores, e estas refletem como crises de crédito, bancárias ou monetárias. Esta situação é acompanhada por ampla e penetrante incerteza quanto a modificações bruscas das condições econômicas, que determinam as oportunidades de lucro e de valorização de capital. Aumenta o risco na concessão de crédito, diminui o volume de crédito concedido, o nível de atividade econômica e a probabilidade de falências — em suma, aumenta o risco de crise financeira. Para evitar a manifestação da crise na sua forma clássica, o governo intervirá, aumentando a pressão sobre o déficit fiscal.

A nossa visão deixa claro que aceitamos a afirmação de Kindleberger quanto à falta de sentido na classificação das crises financeiras. Contudo, a crise financeira dos países menos desenvolvidos não ocupará a nossa atenção, pois entendemos que ela é *reflexo das condições econômicas nos países líderes*. A interrupção do crédito externo aos países endividados não foi um elemento isolado, desprovido de relação com as condições internas das economias credoras.

Nosso propósito básico é procurar as precondições para as perturbações fiscais, creditícias, de câmbio e dos valores em bolsa, nos países endividados que, certamente, se encontram na redução da capacidade de acumulação do capital nos espaços econômicos dos países líderes. Com uma análise empírica das principais variáveis nos países líderes, esperamos responder a pergunta sobre a direção das crises. Para nós, a crise financeira é *produto de declínio cíclico* da atividade econômica e *não* um resultado de incompetência administrativa de banqueiros (como antigamente) ou das autoridades monetárias (como atualmente). Ou seja, a crise financeira é o conteúdo latente da crise econômica.

Introdução

- ¹ Malabre, Jr., Alfred (1995). *Os Profetas Perdidos*. São Paulo: Makron Books, p. 217-18.
- ² Dornbusch, Rudiger (1991). "International Financial Crises". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p.117.
- Capítulo 1**
- ³ Ex-presidente do Conselho de Consultores Econômicos do Presidente dos Estados Unidos (1982-1984).
- ⁴ Veja Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER: prefácio.
- ⁵ Idem,: x. (grifo nosso).
- ⁶ Friedman, Benjamin (1991). "Views on the Likelihood of Financial Crisis". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p. 19.
- ⁷ Poole, William (1991). "Macroeconomic Effects of Financial Crises". In Feldstein, Martin, ed., (1991). *The Risk of Economic Crisis*. NBER, Chicago: University of Chicago Press, pp. 175-6. (grifo nosso).
- ⁸ Veblen, Thorstein (1904). *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904, p. 191.
- ⁹ Goldsmith, Raymond W. (1982). "Comments". In Kindleberger and Laffargue, eds. (1982). *Financial Crises Theory, History, and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, p. 42.
- ¹⁰ Summers, Laurence (1991). "Planning for the Next Financial Crisis". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p. 137.
- ¹¹ Minsky, Hyman (1991). "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p. 162.
- ¹² Bordo, Michael (1986). "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Monetary Supply: Some International Evidence, 1870-1933", In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martin's Press, p. 191.
- ¹³ Bernanke, Ben (1983). "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression". *American Economic Review*, vol. 73. No. 3. June 1983.
- ¹⁴ Krugman, Paul (1991). "Financial Crises in the International". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p. 88.
- ¹⁵ Kindleberger, Charles (1978). *Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises*. New York: Basic Books, Inc., 1989, Revised Edition, p. 24.
- ¹⁶ Bordo, Michael (1986). "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Monetary Supply: Some International Evidence, 1870-1933". In Capie and Wood, ed., (1986). *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martin's Press, 1986.
- ¹⁷ Calomiris, Charles W. and Garry Gorton. (1991). "The Origin of Banking Panics: Models, Facts, and Banking Regulation", In Hubbard, Glenn, ed. (1991). *Financial Markets and Financial Crises*. NBER, Chicago and London: Chicago University Press, 1991, p. 162. (grifo nosso).
- ¹⁸ Minsky, Hyman (1991). "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification". In Feldstein Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crises*. New York: NBER, p. 164.
- ¹⁹ Batista Jr, Paulo Nogueira (1988). *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 230-231.

ENFOQUES TEÓRICOS

CAPÍTULO 2

O ENFOQUE MONETARISTA

2.1 DE RICARDO A FRIEDMAN E SCHWARTZ

“Se todos os clientes de um banco retirassem seus depósitos num mesmo dia, a quantidade de papel-moeda em circulação, multiplicada várias vezes, seria insuficiente para satisfazer a demanda. Foi um pânico desse tipo que originou a crise..., e não como se supôs, os grandes empréstimos que o banco concedeu na época.” “A crise financeira é alimentada pelo temor de que será impossível obter meios de pagamento {...} É impulsionada pela ação do público que de repente estrangula as reservas do sistema bancário. {...} A essência da crise financeira é que tem vida curta terminando com a redução da intensidade da demanda adicional por moeda.” “O contágio dos infundados temores da parte mais receosa da comunidade foi que ocasionou a corrida aos bancos. {...} Se o Banco... tivesse continuado a pagar em dinheiro {...}, o pânico provavelmente teria cessado antes que este último se esgotasse.”

Para um leitor desavisado, as citações acima poderiam parecer continuação de um mesmo texto. O que as separa são 170 anos. O que as une é a mesma idéia. A primeira e terceira frase são de Ricardo, 1816¹, e a segunda foi extraída do artigo “Real and Pseudo-financial Crises” de Anna Schwartz, de 1986². O artigo é uma complementação e confirmação da visão expressa no monumental trabalho “*A Monetary History of the United States — 1870-1960*”, editado em 1963, em co-autoria com Milton Friedman. Nesta obra Friedman e Schwartz culpam as autoridades monetárias de não terem tomado as medidas necessárias para abrandar, ou mesmo evitar a crise, na qual aquela sociedade havia mergulhado na década de 1930. Suas considerações não eram novas na perspectiva da história econômica. Ricardo, no início do século XIX, colocava a culpa nos gestores do Banco de Inglaterra.

Em 1797, o Banco de Inglaterra suspendeu a conversibilidade do papel-moeda em ouro. Conhecida como “Bank Restriction Act”, esta reação ao pânico foi responsável pela abertura de um amplo debate sobre o papel dos bancos e da moeda. Em 1810 foi instituída uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI), denominada de “Comissão Sobre o Alto Preço do Ouro”. Entre outras questões ela deveria responder:

- a) O valor do ouro havia subido ou o valor das notas bancárias havia decrescido? Com o título de seu trabalho: “*The High Price of Bullion — A Proof of the Depreciation of Bank Notes*” de 1811, Ricardo já mostrava a conclusão que se tornaria consenso;
- b) O valor do ouro havia aumentado por problemas originados no setor real da economia ou era consequência de irresponsabilidade dos gestores da moeda?

O debate que começou na época dura até o presente, sem solução satisfatória. A opinião que prevalece é irresponsabilidade ou incapacidade dos gestores da moeda. O padrão ouro foi suspenso no meio de um período de inflação em aceleração e a suspensão da conversibilidade se prolongou por 22 anos. Ricardo analisou este período inflacionário. Sua prescrição foi a gradual retirada das notas em circulação que, ao provocar a queda do preço do ouro, redundaria na queda do preço das mercadorias, resolvendo, assim, o problema. O banco, sem dúvida, era responsável pela excessiva emissão de notas bancárias, e, como consequência, pela inflação. A deflação, decididamente, não era uma das preocupações de Ricardo.

Mais de um século depois, Friedman e Schwartz, analisando e interpretando cuidadosamente o papel da moeda e sua relevância nos marcantes episódios da história econômica norte-americana, acrescentaram: “Cada contração {da atividade econômica agregada} severa foi acompanhada por apreciável declínio no estoque de moeda.”³ Isto é, tanto a inflação quanto a deflação são fenômenos monetários.

Ao item (b) acima eles respondem da seguinte forma:

1. “As modificações no comportamento do estoque monetário têm sido intimamente associadas a mudanças na atividade econômica, na renda e nos preços. {...}
2. A inter-relação entre as mudanças monetárias e as econômicas tem sido extremamente estáveis. {...}
3. Modificações monetárias têm tido, freqüentemente, origem independente; não têm sido um simples reflexo da mudança na atividade econômica.”⁴ Realçamos dois momentos — de extrema aceleração inflacionária e deflação — entre os quais se encontra a crise financeira.

2.2 A GÊNESE DAS CRISES

A gênese das crises financeiras desafia os pressupostos da análise neoclássica. O agente econômico torna-se um ser social. O homem econômico racional assume sua irracionalidade, latente até então. A moeda, suplantando seu papel secundário na teoria econômica — mero véu que encobre as transações do setor real —, torna-se o único meio de ação da política econômica. E o liberalismo econômico, tão generoso quanto à eficiência alocativa do mercado, sucumbe frente à irracionalidade dos agentes aderindo à intervenção.

A maioria dos teóricos discute a crise financeira enquanto desequilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda. A demanda monetária é uma função estável da renda — exceto em crise financeira. A oferta monetária é exógena, ou seja, os gestores da moeda são responsáveis pelos processos de inflação, deflação e crise. A exogeneidade da moeda, que torna a oferta monetária anátema para a estabilidade econômica (de outro modo inerente ao sistema), em tempos de crise financeira transforma-se em uma benção, pois é exatamente a exogeneidade da moeda que permite a superação da crise e da subsequente depressão.

Na descrição padrão da gênese das crises financeiras, os agentes econômicos em massa efetuam excessivas retiradas de moeda e provocam o colapso na oferta monetária. O homem econômico racional, no seu único comportamento social, dá vazão a sua irracionalidade e as consequências para o lado real da economia são graves. A única situação, na qual a intervenção das autoridades monetárias é imprescindível, é quando a crise financeira assume a concepção de pânico bancário. A irracionalidade dos agentes justifica a intervenção e, de sobra, deixa incólume os pressupostos da análise econômica padrão.

Marcante característica das épocas de crise financeira é a transformação de parte dos meios de pagamento em moeda má. No tempo de Ricardo valia, e ainda vale hoje, a máxima de Sir Thomas Gresham (1519-1579), consultor financeiro da rainha Isabel I: “A má moeda expulsa a boa de circulação”. Até então, na Inglaterra não havia bancos. As moedas de diferentes épocas e países eram de ouro e prata e poderiam apresentar composições distintas dos metais. O que se verifica, desde Gresham até o presente, é que nos períodos que antecedem as crises financeiras as diferentes moedas — ouro e prata, ouro cunhado e em barra, ouro e papel-moeda, papel-moeda e crédito bom e crédito ‘podre’ — de complementares passam a ser concorrentes. Neste universo, uma delas se manifesta como má. A má moeda é um bom argumento para se justificar a crise.

Mais de um século e meio une Ricardo a Friedman e Schwartz. Apesar de atualmente não existir moeda conversível em ouro, não podemos notar diferença substancial na concepção teórica da moeda. Ao contrário. Segundo Friedman e Schwartz, o estabelecimento do *Federal Reserve System*⁵ proporcionaria um substituto mais próximo para um experimento controlado a fim de se determinar a causalidade da moeda para as variáveis reais. Conclusão: “As modificações econômicas foram consequência de ações monetárias deliberadamente adotadas.”⁶

Uma destas modificações é a crise financeira. Ela é precedida por excessivo aumento de crédito e igualada ao pânico bancário. Os monetaristas explicam sua gênese como uma corrida aos bancos devida à perda de confiança na habilidade de converter depósitos em moeda manual. “*The initial reason of runs — loss of confidence in the ability to convert deposit into currency.*”⁷

2.3 ANTECEDENTES DAS CRISES

Interessada em defender as suas convicções e explicar os acontecimentos econômicos que antecedem as crises financeiras, em 1986 Anna Schwartz, no artigo “Real and Pseudo-financial Crises” (1986), retoma a questão. Na breve descrição que a autora faz das crises de 1866, 1873, 1890, 1907, 1914 e 1931, parece-nos, procura a razão para o pânico. E, como veremos, tem motivos para isso. É interessante citarmos alguns trechos.

“1866. A eclosão da crise financeira de 1866 pode ser atribuída ao colapso da firma Watson, Overend, Gurney & Company, e a duas outras, Contract Corporation e Joint Stock Discount Company, com as quais a primeira mantinha vínculo... Ao redor de 1860, a *mais nova geração encarregada dos negócios ficou menos cautelosa* nas suas operações de concessão de crédito, aceitando títulos para empréstimos impagáveis... As falências, notadas durante janeiro de 1866, foram seguidas por outras em março e abril, mas estas foram de firmas com significância marginal. Contudo, quando em 10 de maio Overend, Gurney caiu, o mercado balançou. O pânico eclodiu no dia seguinte.”⁸

“1873. Considerou-se a ocorrência da crise financeira duas vezes durante o ano, mas apenas na segunda vez a caracterização é precisa. A primeira, centrada na Continental, começou em 9 de maio com profundo declínio nos preços da Viena Stock Exchange. O declínio dos preços alastrou-se pela Alemanha, Suíça e Itália, afetando ativos reais... Seguiram-se contrações e liquidações, mas não houve ruptura dos pagamentos. ...A verdadeira crise financeira, centrada nos Estados Unidos, começou em 8 de setembro quando a New York Warehouse & Security Company, organizada para conceder pequenos empréstimos mas envolvida em empréstimos a ferrovias, faliu. Cinco dias depois, Kenyon, Cox & Company, corretora de valores, que havia endossado papéis de outras ferrovias, também faliu.”⁹

Segue uma cascata de falências de empresas. A descrição das demais crises mencionadas tem padrão semelhante. Os relatos falam por si mesmos. As expressões: queda nas cotações *das bolsas*, *declínio do preço das ações*, *créditos mal concedidos* superam, de longe, o uso das palavras moeda, depósitos ou reservas bancárias. A estranha concentração de créditos mal concedidos, apontada por Schwartz em 1986, já constava em grande parte dos relatos das crises, como o de Walter Bagehot por ocasião da crise financeira na Inglaterra de 1866, como podemos ver: “Todas essas perdas foram feitas de maneira tão displicente e tão estúpida, que podemos pensar que uma criança que concedesse crédito em Londres poderia tê-lo feito de melhor maneira.”¹⁰

Contudo, a queda nos valores em bolsa e as falências de empresas representativas no modelo monetarista não serviram para tornar o comportamento dos agentes — de correr para sacar moeda manual — racional. Ainda são somente argumentos para explicar a incapacidade das autoridades monetárias em lidar com a oferta monetária. A fim de enfatizar a sua tese Anna Schwartz recorre ao exemplo da crise da bolsa em 1929, afirmando: “*At the stock market peak in 1929, the total value of all shares listed on the New York Stock Exchange was about \$ 200 billion. The decline in October is estimated at nearly \$ 15 ½ billion, so many investors undoubtedly were poorer. Yet no financial crisis occurred following the great crash.*”¹¹

Para que se possa ter idéia dos valores envolvidos, o Produto Nacional Bruto norte-americano em 1929 foi de 103 bilhões de dólares. As falências bancárias, de fato, não ocorreram em 1929, mas somente de 1931 até 1933. Como paralelo pode-se apresentar a recente experiência japonesa. As bolsas no Japão começaram a cair em 1989¹², enquanto as falências bancárias foram registradas anos depois e a crise financeira ocorreu somente em 1995.

Segundo Schwartz as substanciais perdas patrimoniais, relacionadas por alguns teóricos monetaristas não tão ortodoxos às origens das crises, não constituem uma crise financeira verdadeira. De certo, todos os eventos associados às crises, tais como: “*decline in asset prices of equity stocks, real estate, commodities; depreciation of the exchange value of a national currency; financial distress of large non-financial firm, a large municipality, a financial industry, or sovereign debtors — are pseudo-financial crises.*”¹³

Já que a crise financeira real *“is fuelled by fears that means of payment will be unobtainable at any price and, in a fractional-reserve banking system, leads to a scramble for high-powered money. It is precipitated by action of the public that suddenly squeeze the reserves of banking system”*, e estes elementos estão ausentes nos fenômenos enumerados acima por Schwartz, a verdadeira crise financeira ocorre somente *“when institutions do not exist, when authorities are unschooled in practice that preclude such a development, and when the private sector has reason to doubt dependability of preventive arrangements”*.¹⁴ Isto é, mesmo a corrida aos bancos, por si só, não caracterizaria a crise financeira. Ela, assim como todos os outros eventos que a precedem, poderá engendrar o fenômeno, porém, se e somente se existir incapacidade técnica ou falta de preparo teórico das autoridades monetárias.

Interessante é a concentração temporal e espacial desses fatores. As mais severas crises financeiras são eventos que têm escala internacional e aparecem concentradas em determinados períodos, enquanto a política monetária tem alcance e relevância nacional. Mesmo assim, Anna Schwartz insiste na responsabilidade das autoridades monetárias, afirmando *“if there is a crisis, it resides in the failure to adjust those policies”*.¹⁵

2.4 AS CRISES FINANCEIRAS E A ATIVIDADE ECONÔMICA AGREGADA

A importância das crises financeiras deve-se a sua associação às depressões econômicas. A explicação dos monetaristas para o fenômeno é de simples compreensão: o pânico bancário leva a maciças retiradas de moeda manual, que resultam em contração da oferta monetária. Em um sistema de reservas fracionárias tem-se a múltipla contração dos depósitos bancários — do sistema como um todo. Reduz-se a relação depósitos/moeda.

Nas palavras de Friedman e Schwartz: “A razão depósitos/moeda tem sido de maior importância, fundamentalmente durante os períodos de dificuldades financeiras. Em cada um desses períodos a perda de confiança do público nos bancos levou ao *esforço de conversão de depósitos em moeda*, o que produziu apreciável declínio na relação depósitos/moeda e forte pressão de baixa no estoque monetário.”¹⁶ Ao lado disso há outra fonte de contração na oferta monetária: os bancos, temendo por sua própria segurança, aumentam as reservas, restringindo, ainda mais, o estoque de moeda, como se pode observar: “Cada vez que o público tem demonstrado desconfiança... os bancos reagiram com tentativa de aumento das reservas... o que implica em redução na razão depósitos/reservas, aumentando dessa forma a pressão de baixa no estoque de moeda.”¹⁷ Neste caso o que se pode observar é a redução na razão depósitos/reservas bancárias. Alguns bancos solventes e bem administrados podem ir à falência junto com outros mal administrados. Assiste-se a uma maior contração do estoque monetário e redução na intermediação bancária.

A velocidade de circulação da moeda — estável em tempos normais — também é afetada. Em crise ela diminui. O estrangulamento da oferta monetária — devida à redução dos depósitos, ao aumento das reservas bancárias, à redução da velocidade de circulação da moeda e à falência de alguns bancos — traduz-se em contração da atividade econômica agregada. Isto é, a contração da oferta monetária se encarrega da depressão.

2.5 A SOLUÇÃO TEÓRICA

Já que o cerne das crises financeiras resume-se ao estrangulamento da oferta monetária e esta é uma questão de conhecimento do funcionamento do sistema, a cura é fácil para os monetaristas. Este é um

momento ímpar na teoria econômica, quando a exogeneidade da moeda se torna meio de superação da crise e da depressão.

A solução descrita por Walter Bagehot, em seu livro *“Lombard Street”* de 1873, ainda é válida e sem um exame mais minucioso das explicações deste autor, a cura pode ser sintetizada na seguinte frase: em tempos de pânico, descontos livres a taxas punitivas. Atualmente, soa assim: fazer o banco central assumir o seu papel de emprestador de última instância, evitando desta forma a crise; a propagação dos distúrbios do mercado monetário para a parte produtiva da economia: o mercado real.

A intervenção no mercado monetário se justifica, pois a causa é o pânico — um comportamento irracional. As substanciais retiradas randômicas, cujo resultado é o estrangulamento da oferta monetária, permitem o aumento da oferta monetária sem temer a ocorrência de inflação. Assim, a solução consiste, evidentemente, em aumento na oferta monetária.

Citando Bagehot, Anna Schwartz conclui: “As crises financeiras verdadeiras não precisam ocorrer, pois existe uma bem compreendida solução do problema: a segurança de que os depósitos serão convertidos em moeda manual, de acordo com a vontade do público, independentemente das dificuldades enfrentadas pelos bancos. A solução não exclui a falência de bancos mal administrados.”¹⁸

Do ponto de vista teórico, deverá ser encontrada uma razão para o pânico bancário pois o comportamento irracional dos agentes econômicos não se coaduna com o principal paradigma do esquema interpretativo neoclássico — o homem racional. Por outro lado, um comportamento racional quanto às crises financeiras questionaria: a estabilidade da demanda monetária, a neutralidade da moeda, a concepção da moeda enquanto meio de pagamento em contraste com a moeda umbilicalmente ligada à avaliação dos ativos, aos contratos de crédito e ao desempenho e a lucratividade dos investimentos produtivos; enfim, toda a base da análise neoclássica e, por conseguinte, da monetarista. Cai-se, portanto, numa cilada analítica.

Se o comportamento dos agentes for sempre racional, as retiradas de moeda não seriam randômicas, a crise seria uma das possibilidades teóricas, mas, neste caso, não existiria motivo para se justificar a intervenção governamental. E os mercados não serão perfeitos (ou nem sempre serão perfeitos). Por isso, da explicação monetarista é fácil deduzir que, apesar de existirem razões para a corrida aos bancos, o comportamento dos agentes continua irracional e as retiradas são randômicas. A ocorrência de crise financeira decididamente subverte a análise neoclássica e a sua solução como veremos em seguida não é tão clara até para os gestores da moeda.

2.6 PROBLEMAS PRÁTICOS

Além da subversão dos pressupostos da teoria econômica padrão, a solução monetarista traz inúmeros problemas de cunho prático. Para exemplificar estes problemas nada melhor do que o depoimento de um dos principais executores de política monetária norte-americana: Paul Volcker — ex-presidente do *Board of Governors of the Federal Reserve System*, ex-presidente do *Federal Reserve Bank of New York*,¹⁹ e ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos.

Em primeiro lugar Volcker demonstra que há eventos significativos que antecedem às crises financeiras e, em segundo lugar, que há dificuldades de se isolar a oferta monetária do rol das relações patrimoniais que caracterizam o mercado financeiro. Abaixo, reproduziremos um longo trecho de suas considerações:

“De 1945 até os agitados 1970, não havia, que eu saiba, literalmente nenhuma preocupação em relação à crise financeira neste país ou na maior parte dos outros países. O sistema era muito líquido, havia muito capital líquido *em relação às dívidas*, as taxas de juros estavam baixas, e havia pouca pressão real. A meu ver, para a manutenção da confiança no sistema bancário não fazia diferença alguma se existia ou não seguro aos depósitos.

Isso foi questionado, em primeiro lugar em 1970, com a crise de Penn Central... O Federal Reserve lançou muitos títulos de resseguro e, acho, facilitou um pouco demais a política...

Posso dizer, com certa modéstia, que foi por causa da mais clara super-expansão na qual se encontrava o sistema financeiro na segunda parte dos anos 70, é que me tornei presidente do Federal Reserve Bank of New York...

Isso me leva à crise da prata em 1980 a qual as pessoas às vezes esquecem. Esta crise estourou de repente em todas as suas ramificações financeiras, numa quarta-feira à tarde... Uma das mais renomadas corretora de valores estava posicionada pesadamente, em descoberto, em prata [o preço caiu] e, assim, ela deveria fechar as portas e ir à falência... Havia, no mínimo, um banco grande pesadamente exposto diretamente em prata, e outros... O resto do cenário nunca foi esclarecido... resolvemos não recorrer à 'quebra de circuito' através de fechamento do mercado, o que, sem dúvida, teria sido legalmente duvidoso em relação a qualquer evento. Assim, o mercado permaneceu aberto... A corretora liquidou a sua posição e... apresentou ganhos recordes para o quadrimestre... Não havia sido adotada nenhuma ação oficial de verdade, exceto o mais tarde abençoado pelo Federal Reserve empréstimo de consolidação ao sistema bancário...

Entramos na outra crise mais ou menos felizes...

A crise seguinte, *penso*, foi da Penn Square, e depois o socorro aos depositantes e aos credores do Continental Illinois em 1984... *Bem, neste ponto já havia preocupação com uma crise sistêmica...*

A crise que aconteceu no rastro da crise da dívida internacional (que começou em 1982), a crise que *depreciaria o capital* de 10, ou mais, dos mais proeminentes bancos dos Estados Unidos e da maior parte dos relevantes bancos no resto do mundo. Será que essa não foi uma situação que realmente justificaria o extraordinário esforço oficial para manter a estabilidade? *Teria, realmente sido suficiente manter a oferta monetária* nos Estados Unidos e nos outros países, *deixando os bancos arcarem com as suas perdas* e continuado nos nossos negócios? O que teria acontecido?...

Finalmente discutirei a queda na bolsa em 1987... O Federal Reserve reagiu de forma a assegurar alguma liquidez à economia. Diria, não tão inesperadamente, que esta crise potencial foi razoavelmente bem absorvida...

Muitos perderam dinheiro — fundos, universidades e indivíduos. Estes, contudo, não são pessoas que criam problemas para o sistema financeiro... existe um potencial diferente para crise quando se pensa nos bancos ou na interconexão entre os bancos, porque *não é apenas a oferta monetária que está em jogo*, mas, também, o sistema de pagamentos, as transferências de crédito *e todo o aparato de empréstimos*.²⁰

A visão de Volcker opõe-se a de Anna Schwartz (1986). Para esta autora, a crença, amplamente propagada nos Estados Unidos e na comunidade financeira internacional de que a inadimplência dos maiores devedores pode precipitar uma crise financeira, serve apenas para desviar a atenção das verdadeiras soluções demandadas pela situação financeira. Do depoimento de Volcker é fácil deduzir que a tensão foi causada pelo aparecimento de problemas com a sustentação do capital dos bancos. Apesar das soluções encontradas, a tensão aumenta e há franca expansão dos distúrbios financeiros.

Quanto aos problemas de compreensão teórica e a sua solução prática continuemos dando a palavra aos gestores da oferta monetária que encontram infindáveis dificuldades teóricas na prática da política monetária ortodoxa. O depoimento de Paul Volcker continua esclarecedor: "Assumiremos que estabilizaremos a oferta monetária, o que todos afirmam ser nosso dever em resposta a pressões financeiras. A primeira questão que eu colocaria é '*Qual oferta monetária que está sendo estabilizada?*' É muito fácil responder esta questão *depois* de uma crise, mas é muito difícil respondê-la durante. Assumamos que por regra seja a base monetária... Considerando esta a regra o Federal Reserve fez um trabalho soberbo durante a Grande Depressão e somente em retrocesso alguém pode dizer "Por que aqueles idiotas não perceberam que era a velocidade de circulação da moeda que estava perdendo o rumo; por que não reagiram de maneira mais inteligente?"²¹

"Minha segunda questão é: Mesmo que consigamos caracterizar exatamente qual das ofertas monetárias é a correta: será que isso solucionará o problema?"²²

Por fim, Volcker esclarece que a crescente pressão financeira torna certo o erro em política econômica, pois a ‘perfeição não é uma das características deste mundo’. As questões levantadas por ele envolvem duas respostas interdependentes que são, ainda, um enigma na teoria econômica: O que é moeda? E: de que forma a moeda se junta ao capital (ou aos patrimônios)?

A explicação monetarista, do ponto de vista da prática de política monetária, é evidentemente insatisfatória. Note-se que em momento algum Volcker se refere à demanda por moeda manual — que efetivamente não houve. O que está em jogo e justifica o ‘extraordinário esforço oficial para manter a estabilidade’, é *a depreciação do capital dos principais bancos*. Por isso a questão anterior, e verdadeiramente relevante, é de que forma a oferta monetária se junta à avaliação dos patrimônios (ou ao capital dos bancos).

2.7 A LÓGICA DO ARGUMENTO

Para os monetaristas ortodoxos o que distingue claramente distúrbios da crise financeira é o pânico bancário. Analisaremos o pânico na sua expressão de retirada de moeda manual, contrapondo a presença e a ausência de moeda mercadoria. Na época em que a moeda era o ouro e as notas bancárias eram tidas enquanto representantes do metal, a retirada de ouro, mesmo desencadeada por temor irracional, resultaria em um comportamento justificável, portanto, racional. Mais ainda, uma maciça retirada especulativa teria incentivo no âmago da própria teoria monetarista, pois se os agentes que conseguissem transformar seus depósitos em *hard cash* — por terem provocado o estrangulamento da oferta monetária (e a decorrente dela deflação) — teriam poder de compra maior do que aquele anterior à essa especulação.

Entretanto, os acontecimentos que antecedem o pânico bancário — tais como: especulação com ativos, expansão dos meios de pagamento, créditos mal concedidos, falências de empresas não financeiras e financeiras, não permitem a associação das crises a movimentos puramente especulativos. A especulação é, sem dúvida, um dos componentes das crises, porém, existem condições objetivas para que ela seja bem-sucedida, que serão abordadas no decorrer do trabalho.

A demanda excessiva por moeda manual que caracteriza a crise financeira só pode ser justificada pela percepção de perda. É o temor da desvalorização dos ativos do banco, contrastado com a *certeza* de que não é possível atender a todos, que provoca o pânico. O que é certo é que os primeiros serão atendidos e deste modo reduzirão ou mesmo eliminarão as suas perdas.

Entretanto, não se pode argumentar — como Ricardo — que a razão para o pânico bancário consiste no temor de que o ouro existente será insuficiente para atender à demanda, já que todos os agentes sabem que, de fato, o ouro *nunca* é suficiente. O próprio Ricardo já havia notado este fato, afirmando: “Em um banco ou em um país jamais pode existir tanto dinheiro metálico ou lingotes quanto a quantidade que os indivíduos ricos desse país têm o *direito de exigir*”.²³

Ouro insuficiente era e ainda é, para muitos, a razão teórica para a existência dos bancos. Mas o argumento de Ricardo não pode atender a dois objetivos irreconciliáveis, que são: a existência dos bancos (que têm como função a ‘multiplicação do ouro’ acima daquele que está fisicamente presente no sistema) e o encerramento da atividade bancária porque o ouro existente é insuficiente para o atendimento de todos (ou a maior parte) dos clientes.

Ricardo e Schwartz apostam na vida curta da demanda excessiva por moeda. Segundo Ricardo, se o Banco de Inglaterra continuasse a pagar em moeda metálica o evento se extinguiria antes do ouro acabar. Mas, Ricardo é ambíguo. Receando a concretização de sua outra anotação, que é: “Se todos os clientes de um Banco retirassem seus depósitos num mesmo dia, a quantidade de papel-moeda em circulação, multiplicada várias vezes, seria insuficiente para satisfazer a demanda”²⁴, os bancos, de fato, nunca pagaram para ver. As verdadeiras crises financeiras foram acompanhadas por suspensão dos

pagamentos, por decretação de feriados bancários e, posteriormente, por suspensão das negociações nas bolsas. A extensão das retiradas, portanto, é incerta.

Se existir a probabilidade da perda e a oportunidade de ganho substancial — hipótese da qual partimos — a ação do público, que afluía aos bancos para retirar os seus direitos em forma de ouro, é justificável, pois o ouro é um ativo real. Do ponto de vista individual a ação é duplamente racional, porque com a retirada os agentes que conseguem ser atendidos (1) evitariam entrar no rol dos perdedores e (2) entesourariam o seu ouro e o utilizariam para compras mais vantajosas no futuro.

Na presença de moeda conversível é possível identificar os perdedores e a extensão da crise, serão os agentes que não conseguiram transformar os seus direitos em moeda metálica e a crise se esgotará junto com o ouro, porque a oferta monetária é tecnicamente limitada pela quantidade de ouro do país. E os vencedores? Com certeza são os bancos principais, como veremos na sequência do trabalho.

O principal argumento monetarista — a conversão dos depósitos em moeda — é insustentável atualmente. Vejamos, segundo Friedman e Schwartz, 1963, e Schwartz, 1986, o público, perdendo a confiança na habilidade das autoridades monetárias de converter depósitos em moeda manual, aflui aos bancos demandando esta transformação — como no tempo de Ricardo. (1) Ora, se a moeda manual não é um ativo real, não possui, portanto, um valor intrínseco, o que fará o público com a moeda retirada? (2) Dado o arranjo institucional vigente, se as autoridades monetárias resolverem emitir toda a moeda escritural existente, sem dúvida, não enfrentariam dificuldades técnicas. Qual, então, a razão do público desconfiar desta habilidade?

Pode-se afirmar exatamente o contrário. Somente a plena confiança de que as autoridades monetárias não permitirão a desvalorização da moeda é que pode produzir sua retirada. O que nos leva à seguinte indagação: se os agentes econômicos tiverem esta confiança, por que razão demandariam a transformação dos depósitos em moeda?

Na presença de moeda mercadoria (ouro) a demanda total não poderá ser atendida, porque a oferta é limitada pelo estoque de metal. Na ausência de moeda mercadoria não há razão para que a crise se apresente enquanto demanda por moeda manual. Com o ouro, é fácil identificar os perdedores. São os que não foram atendidos na fila. E com moeda não conversível? Haveria um grupo identificável de perdedores? Depende do que as autoridades monetárias fariam num caso concreto. Este argumento, bem aceito por monetaristas e não monetaristas, deixa vulnerável a racionalidade subjacente à retirada de moeda manual.

Imaginemos, no limite, a monetização total — até a denominação é ultrapassada, pois monetização sugere moeda metálica, isto é, ouro. A transformação de aproximadamente 90% do PNB — é o que se tem de direitos na economia norte-americana no conceito de L — em moeda manual, só pode resultar em hiperinflação e muito antes das prensas terem sido acionadas. Mas, a hiperinflação — crise financeira por excelência — não está sequer mencionada no trabalho de Anna Schwartz. Os monetaristas que tratam das crises financeiras lhes dedicam um lugar específico, bem longe das crises financeiras.

Os monetaristas podem objetar que a demanda se dará acima de um conceito de moeda mais restrito, tal como depósitos à vista. O que distingue esta restrição, contudo, são os termos dos contratos financeiros. Para o agente econômico não faz diferença alguma em que substrato financeiro está aplicado seu dinheiro. Ele, sem dúvida, considera, o total da sua 'poupança financeira' enquanto moeda. Sendo assim, a demanda dependerá de cálculo financeiro que envolve a expectativa de ganho confrontado com a da perda esperada. Não se pode afirmar, com precisão, a extensão da demanda, pois ela dependerá de outras considerações, entre as quais podemos citar: a perda esperada e a ação das autoridades monetárias.

Uma coisa é certa, no entanto: não existe razão para se perder a confiança na *habilidade* das autoridades monetárias de converter os depósitos em *cash*. Por isso mesmo, a corrida aos bancos para retirada de moeda é racional somente se a questão se apresentar enquanto problema em um ou em poucos bancos — 'pseudocrise' na tipologia de Anna Schwartz. Mas, para a autora, a pseudocrise não é caracterizada por corrida aos bancos e não leva ao estrangulamento na oferta monetária, e a moeda retirada retornará ao sistema, depositada no mesmo dia. Aliás, se for permitido, os agentes nem afluirão ao banco demandando moeda manual, enfrentando os transtornos de uma fila com pessoas em crise

histórica. Fariam a retirada via cheque, depositando-a em banco confiável. Poderão ainda fazer a operação por fax ou telefone.

Em se tratando de problema localizado, “pseudocrise”, a retirada é um comportamento racional. Os agentes atendidos evitarão a perda ou, no mínimo, a ansiedade da espera por solução institucional. Segundo Anna Schwartz, se a situação afetar apenas uma(s) instituição(ões) de pequeno peso, não haverá razão para temer a ocorrência de crise financeira real. Concordamos com a autora. Mas ao contrário dela, consideramos a ação do banco central não somente necessária como imprescindível, pois restringirá o alcance das consequências da falência de um banco sobre um sistema inter-relacionado de crédito.

Com moeda não conversível, ou a crise financeira não pode ser identificada com a demanda que visa a transformação de depósitos em *cash*, ou os agentes econômicos serão duplamente irracionais: uma vez ao provocarem o pânico, outra por ficarem com papel-moeda — ativo (desprovido de valor intrínseco) cujo valor de troca depende da ação concreta das autoridades monetárias. Ao contrário do que afirmam Friedman e Schwartz, o temor dos agentes deveria ser da plena habilidade das autoridades monetárias em transformar os depósitos em *cash*. Aceito este raciocínio, segue: (1) a crise financeira no arranjo institucional vigente atualmente não poderá se expressar enquanto retirada de moeda manual, (2) é necessário examinar as condições e as consequências das crises para se estabelecer uma teoria adequada à realidade.

Durante o trabalho, chegamos à conclusão de que, no caso das crises financeiras, a prática está sempre à frente da teoria. A prática indica os problemas a serem resolvidos e estes, sem dúvida, são subjacentes às causas das crises. A razão da crise é a percepção da perda. Não foram, e não são, temores *infundados* que ocasionaram as crises, mas a situação patrimonial real das instituições envolvidas com a grande probabilidade de perda (e a possibilidade de ganho na presença da moeda mercadoria).

A corrida aos bancos é expressão da ameaça de estar entre os perdedores. Pode-se verificar que atualmente os bancos são fechados *antes* das retiradas, exatamente para determinar os perdedores, a quantidade de perda, seu impacto sobre o resto do sistema e para encontrar uma maneira de promover a absorção das perdas. O problema continua sendo encontrar as causas das crises. Os seus sintomas são: ativos bancários inferiores aos passivos, eventualmente pânico, redução do crédito, do investimento e da atividade econômica agregada. Sem as causas, os remédios a serem aplicados podem resultar em iatrogenia.

2.8 OUTROS MONETARISTAS NEM TÃO ORTODOXOS

Alan Meltzer (1986), comentando o trabalho de Anna Schwartz, nota que a autora definiu um distúrbio financeiro enquanto condições nas quais o banco ou a empresa apresentam ativos, cujo valor realizável de mercado é inferior ao de seus passivos. E que há várias maneiras de uma firma ou instituição financeira apresentar patrimônio líquido negativo. Mas, continua o autor, esta situação, por não apresentar um padrão uniforme de aparição, não pode ser a causa da crise. Ele esclarece que a crise financeira não pode ser imputada a problemas particulares de solvência, comuns na atividade econômica. E como o funcionamento normal da economia não apresenta possibilidade de um endividamento extremo e inadimplências generalizadas, a crise financeira deverá ser atribuída a eventos exógenos, tais como guerras, más colheitas etc. Isto é, como não existe uma razão teórica que justifique a ocorrência das crises financeiras, Alan Meltzer deduz: “*The initial cause could be a war or some peacetime event. Whatever the cause, when news of the distress spread...*”²⁵ Já que é difícil identificar as causas, Meltzer vai, diretamente, para as consequências e a cura.

Em sua análise das consequências, o ponto que ele chama de crítico é de extrema relevância. As operações de concessão de crédito são interligadas, banco a banco, empresa a empresa e, nesse emaranhado de direitos e obrigações financeiras, a falência de uma firma ou banco *relevantes* não pode ser isolada da solvência dos demais. Assim, se a falência de uma instituição afetar a solvência das outras,

a assistência é necessária. É importante notar que não se trata de falta de liquidez no sistema, mas de insolvência.

Segundo o autor, há duas maneiras de lidar com a insolvência de instituições financeiras. Uma é a venda de ativos e a distribuição da renda assim obtida entre os depositantes da instituição financeira em dificuldade. Esta é uma solução padrão para empresas falidas. Concordando com o autor, acrescentaremos que o valor dos ativos da instituição — o que Meltzer denomina de valor realizável de mercado — contém vários elementos, entre os quais: um valor contábil que mascara a real relação entre ativos e passivos do banco; um valor presumível; e a diferença entre estes valores. A necessidade da venda de ativos abala o seu preço e é um dos fatores que explicam as crises financeiras, como veremos na sequência.

Outra maneira é encorajar a aquisição da instituição financeira em dificuldade por outra ou por um processo de fusões — incentivado ou mesmo forçado pelos bancos centrais. Neste caso, a instituição solvente assumirá os depósitos e o portfólio de ativos da outra, mas a seguradora (ou o banco central) deverá arcar com a perda patrimonial. Meltzer não deixa de notar que esta solução só é válida quando se tratar de problema localizado — pseudocrise na conceituação de Schwartz —, quanto a uma crise financeira ‘verdadeira’, o seguro dos depósitos não tem capacidade de prevenir a crise. Esta é uma solução padrão. Então, uma das características da crise financeira, atualmente, será justamente a concentração bancária.

Meltzer volta a afirmar que, em contraste com a diversidade das causas, existe uma solução dominante que é o aumento da oferta monetária — a solução de Bagehot. O banco central deverá ofertar moeda na igual medida do acréscimo verificado na demanda. Ele despreza a possibilidade da hiperinflação e, como veremos, tem razões para isso. Como o dinheiro não cai de helicóptero, ele aponta a necessidade de o banco central esclarecer as condições para a disponibilidade do crédito e os *ativos* que serão *aceitos como colaterais* na concessão do socorro financeiro. A afirmação de Meltzer é reveladora para os propósitos deste trabalho, um dos quais pode ser sucintamente expresso pela seguinte afirmação: a moeda não é fundamentalmente um meio de pagamento, mas expressão de avaliação dos ativos e de sua rentabilidade.

Uma vez determinadas as condições e os ativos a serem aceitos como colaterais, o banco central poderá seguir as duas regras de Bagehot. A primeira: ‘Empréstimos livres a taxas punitivas’, segundo Meltzer, se refere à quantidade do auxílio. A única restrição quantitativa é a taxa punitiva. Em tempos normais, os bancos conseguem empréstimos no mercado interbancário, por isso não recorrerão ao auxílio do banco central. Assim, o empréstimo será utilizado somente em tempos de pânico. A taxa punitiva evitará a participação de bancos com problemas patrimoniais. Nossa consideração é a de que a taxa punitiva pode e deve agravar a situação patrimonial de bancos em dificuldade, mas não os impedirá de recorrer a esta linha de crédito.

A sugestão de Meltzer reside no pressuposto básico em economia de que as empresas *sempre* maximizam lucro ou minimizam prejuízo. A atividade bancária é o exemplo maior da imprecisão desta afirmação. Basta verificar o momento no qual os bancos em dificuldade recorrem ao interbancário constantemente, o tempo no qual pagam taxas superiores àquelas praticadas no mercado para aplicações e empréstimos e o tempo no qual recorrerão ao auxílio do banco central. Na década de 1990 tem que se considerar o mercado interbancário internacional. Enquanto existir credor, o banco não irá à falência, independentemente da sua situação patrimonial. Por isso, em geral, a liquidação dos bancos é *decretada*. A situação real, apurada depois da intervenção ou durante a liquidação, é sempre muito mais grave do que se havia imaginado. Talvez a ocorrência de crise financeira e o comportamento dos bancos e das empresas endividadas possam sugerir que o que se maximiza, depende da conjuntura. Em crise se maximiza *sobrevivência*, como bem demonstrado pelos exemplos dos bancos Econômico e Nacional, no Brasil.

O tempo que consome a falência de uma instituição financeira depende das condições para os empréstimos, da taxa de inflação que mascara sua real situação patrimonial, da taxa de crescimento da economia, das condições para empréstimos no mercado interbancário e da monitoração do banco central. O relevante é que a instauração do pânico somente explicita uma situação patrimonial negativa existente, muito tempo antes de sua ocorrência. Taxas punitivas não podem resolver a situação das instituições com graves problemas patrimoniais.

A segunda regra refere-se aos ativos aceitos pelo banco central como colaterais para os empréstimos. Para Bagehot, citado por Meltzer, deverão ser aceitos todos os ativos que normalmente fundamentam os empréstimos, acrescidos pelos ativos que não são aceitos normalmente pelo banco central, mas por bancos particulares como colaterais para os seus empréstimos. Isto, desde que sejam considerados indiscutivelmente ‘bons’. Os problemas desta regra são muitos. Abordaremos apenas alguns, neste momento. Os demais esperamos esclarecer no decorrer do trabalho.

Os ‘maus ativos’ (ou a moeda má?) que ocasionaram o problema permanecem com os bancos. Nas palavras de Kurt Schiltknecht, diretor do Departamento de Economia do Banco Nacional Suíço, “já que as perdas sobre os ativos do sistema bancário não serão assumidas pelo banco central, é errado considerar a operação do emprestador de última instância enquanto auxílio (*bailing out*)... Se o banco central não deixar dúvida de que os bancos terão que cobrir as perdas, é difícil compreender por que os bancos devem arcar com os empréstimos mais arriscados.”²⁶

Qualquer argumento apresentado terá um peso menor do que o das palavras dos principais executores de política monetária. Os seus relatos esclarecem o problema patrimonial subjacente à crise financeira. Schiltknecht deixa transparente que o que está em jogo é quem e de que forma assumirá as perdas patrimoniais. O preço dos ativos ao redor de uma crise financeira é extremamente volátil e isso dificulta uma apreciação técnica acurada. E ademais, o preço dos ativos, ao serem oferecidos à venda no mercado, difere substancialmente do seu preço quando não são oferecidos. Em tempos de crise, instituições financeiras e não financeiras efetuam expressivas vendas, e estas contribuem para a queda de preço de todos os ativos. Uma das características mais marcantes da crise financeira é, exatamente, a queda do preço dos ativos. Assim, a apreciação do banco central se torna extremamente difícil. Ou como já havia alertado Volcker,²⁷ os gestores da moeda, ao redor das crises, andam em um fio da navalha.

Por último, Meltzer chama a atenção de que os bancos são, atualmente, internacionais. Isto é, bem diferentes daqueles que existiam na época de Bagehot, e que banco estrangeiro não tem as mesmas oportunidades de desconto dos nativos. Existem, ainda, bancos, principalmente em paraísos fiscais e outros lugares, que não dispõem de banco central. Para evitar que eventuais distúrbios nestes bancos se transformem em crises financeiras verdadeiras e mundiais, será necessário um emprestador internacional de última instância. A criação deste tipo de auxílio financeiro, contudo, é difícil, pois o papel de emprestador de última instância é conceder moeda nacional. Enquanto cada banco central tem o poder de emitir apenas sua própria moeda, não haverá papel para um emprestador internacional de última instância. Enfatizando as dificuldades, Meltzer propõe que se faça um acordo para que cada banco central aceite bons ativos — domésticos e estrangeiros — em troca de auxílio em moeda local, caso haja necessidade. Segundo ele, este tipo de acordo reduzirá a incerteza e poderá contribuir para prevenir que uma ‘pseudocrise’ possa transformar-se em crise financeira verdadeira e mundial.

O comentário de Moggridge,²⁸ ao artigo de Anna Schwartz, é esclarecedor em relação a várias questões que debateremos. Segundo este autor, o problema da colocação de Schwartz provém da sua definição de crise financeira enquanto evento estritamente doméstico. Ele cita duas crises financeiras ocorridas na Inglaterra em 1914 e 1931, nas quais não foi verificada a ocorrência de pânico bancário. Os problemas financeiros dos bancos envolvidos não se deveram a corridas para saque de moeda manual, mas às dificuldades financeiras impostas pela maneira de recuperar os créditos concedidos. As crises financeiras deviam-se à impossibilidade de realizar os ativos estrangeiros.

Os créditos, nestes casos, não foram mal concedidos. Foram os governos que suspenderam os pagamentos de suas dívidas, e impediram os seus cidadãos solventes de efetuar os pagamentos devidos aos bancos ingleses. Em 1914, segundo Moggridge, houve corrida à moratória, cuja finalidade era a proteção da situação patrimonial das empresas. Os pagamentos reescaloados ainda estavam pendentes bem depois do fim da guerra. Em 1914 o problema foi resolvido através do fechamento do mercado financeiro, da interrupção das relações comerciais e da suspensão do padrão ouro. Em 1931 foram usados controles de câmbio e reescaloadamento dos pagamentos. Em todos os casos, a assistência foi concedida com pleno conhecimento de que as instituições, no fim, iriam à falência — o que efetivamente aconteceu. Visava-se limitar o alastramento das dificuldades financeiras para os outros bancos. Moggridge afirma que somente a ausência de pânico bancário impede a classificação dos eventos como crise financeira.

Segundo o autor, a restrição imposta pela definição de Anna Schwartz — que vê a crise financeira somente como pânico bancário ‘e por denominar o resto de distúrbio financeiro ou pseudocrise’ — não permite a consideração de questões relevantes para a caracterização do evento. E ele continua: “Parece claro, por exemplo, que os prolongados períodos de distúrbios financeiros têm sérios efeitos que destroem a atividade econômica real.... Devo aceitar que tudo que se precisa nestes casos é concordar com ordenadas liquidações e reorganizações, visto que, não está claro quem vai preservar a ordem e como impedirá os efeitos maléficos das crises?”²⁹

Esta é uma colocação extremamente importante. Para os monetaristas, a crise financeira deve-se ao estrangulamento da oferta monetária, assim, o aumento na oferta monetária resolveria a questão e não haveria a necessidade de relacionar as crises financeiras às depressões, que historicamente as têm seguido. As crises, para os monetaristas ortodoxos, foram devidas à falta de preparo técnico das autoridades monetárias em lidar com a oferta monetária, nos respectivos países de ocorrência. Não é a visão de Moggridge. Segundo este autor, a superação do pânico bancário e das questões patrimoniais não evita os efeitos maléficos das crises financeiras.

2.9 ALGUNS FATOS

Nesta seção, estamos propondo um exercício de identificação de uma ou mais crises financeiras no tempo, através de tabelas e gráficos. A tabela 2.1 traz as variáveis monetárias dos Estados Unidos consideradas relevantes por Friedman e Schwartz. É dividida em três períodos: 1870-76, 1887-1892 e 1903-17 e cada quadro inclui um ano de crise financeira.

Tabela 2.1 Variáveis monetárias: Estados Unidos

ANO	HPM	MPP	DEP	Total	Res	D/M	D/R
1870	758	510	779	1289	248	1,53	3,14
1871	776	546	844	1390	230	1,55	3,67
1872	720	542	1041	1583	240	1,92	4,34
1873	730	552	1070	1622	231	1,94	4,63
1874	801	526	1066	1592	275	2,03	3,88
1875	783	544	1151	1695	239	2,12	4,82
1876	750	516	1158	1674	242	2,24	4,79

ANO	HPM	MPP	DEP	Total	Res	D/M	D/R
1887	1257	793	2486	3279	464	3,13	5,36
1888	1309	821	2541	3362	488	3,10	5,21
1889	1318	819	2724	3543	499	3,33	5,46
1890	1366	888	3020	3908	478	3,40	6,32
1891	1433	921	3098	4019	512	3,36	6,05
1892	1529	929	3541	4470	600	3,81	5,90

ANO	HPM	MPP	DEP	Total	Res	D/M	D/R
1903	2257	1399	7123	8522	858	5,09	8,30
1904	2406	1404	7580	8984	1002	5,40	7,56
1905	2470	1476	8596	10072	994	5,82	8,65
1906	2628	1586	9278	10864	1042	5,85	8,90
1907	3069	1697	9918	11615	1118	5,84	8,87
1908	3105	1719	9503	11222	1362	5,53	6,98
1909	3138	1687	10889	12576	1456	6,45	7,48
1910	3218	1716	11404	13120	1455	6,65	7,84
1911	3298	1743	12219	13962	1539	7,01	7,94
1912	3382	1831	13170	15001	1501	7,19	8,77
1913	3476	1881	13519	15400	1534	7,19	8,81
1914	3469	1830	14316	16146	1652	7,82	8,67
1915	3881	1894	15250	17144	1761	8,05	8,66
1916	4517	2178	18173	20351	1951	8,34	9,31
1917	5553	2678	21264	23942	1951	7,94	10,90

Fonte: Friedman e Schwartz, 1963, Appendices. **HPM**: (High-Powered Money); **MPP**: Moeda em Poder do Público; **DEP**: Depósitos à Vista e a Prazo; **Total**: MPP + Depósitos; **Res**: Reservas Bancárias; **D/M**: Razão Depósitos/Moeda em Poder do Público; **D/R**: Razão Depósitos/Reservas Bancárias

As crises financeiras ocorreram nos anos de 1873, 1890, 1907 e, talvez, em 1913. Quanto a 1913, particularmente, nem todos os economistas consideram que as perturbações financeiras ali ocorridas podem ser classificadas enquanto crise. Observando a tabela, o comportamento da moeda em poder público — que seria a variável mais relevante para caracterizar uma crise financeira — não é fácil identificar em que ano houve crises. Deduz-se que o pânico bancário não é capaz de levar a uma retenção substancial de moeda em poder do público.

Mas, as corridas aos bancos aconteceram de fato e exigem um esclarecimento do porquê não houve uma retenção maior de moeda nas mãos do público. A interpretação mais verossímil é de que seu esforço em retirar o dinheiro é apenas uma tentativa frustrada. Isto, em parte, se explica pelo fechamento dos bancos e a interrupção da conversibilidade da moeda e outros arranjos. Existirá, sim, uma demanda reprimida. É difícil explicar as consequências da crise financeira através do estrangulamento da oferta monetária (base monetária ou *high-powered money*), pois este estrangulamento é claramente insuficiente para justificar a severidade das depressões que seguem as crises, a não ser que a redução do crédito, possa ser imputada a questões que extrapolam a oferta monetária.

Os monetaristas podem contrapor o tempo de duração das crises que, em seu entender, é curto e não se enquadraria em nossas estatísticas que partem de registros anuais. Estudos minuciosos, que consideram a modificação percentual nos depósitos e na taxa de reserva nos bancos de Nova York nas *semanas* ao redor de pânico bancários e englobam o período de 1871 a 1909, demonstram que não é fácil verificar uma relevante redução das variáveis-chave do enfoque monetarista.³⁰

O gráfico 2.1. explicita o comportamento da velocidade renda da moeda nos Estados Unidos, no período 1885-1960. A metodologia utilizada para sua elaboração segue a obra *A Monetary History of the United States* de Friedman e Schwartz. Os dados exceto Produto Nacional Líquido (PNL) referente ao período 1918-1960 foram extraídos deste livro.

Segundo o enfoque monetarista, a crise financeira seria identificável pela substancial redução na velocidade renda da moeda. No resto do tempo, esta variável importante deveria se comportar de forma mais ou menos estável, de acordo com uma lenta mudança nos hábitos de pagamento dos agentes econômicos.

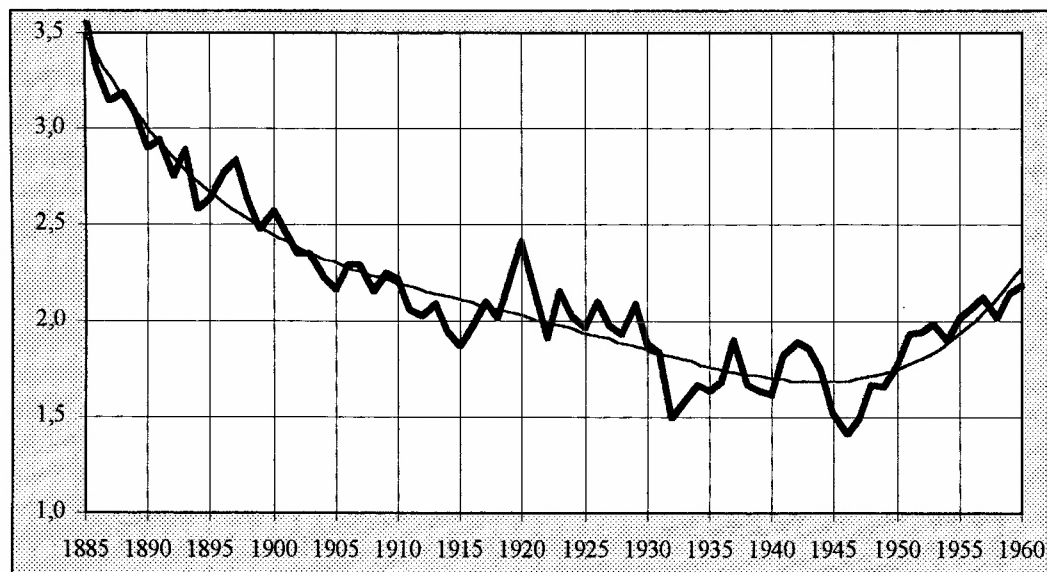
Durante o período abordado no gráfico houve crises financeiras nos Estados Unidos em 1890, 1907, 1913 e ao redor dos anos 30. A modificação da velocidade renda da moeda, tomada por si só, não permite a identificação inequívoca dos anos de ocorrência de crise financeira. Isto é, as variáveis-chave apontadas por Friedman e Schwartz são insuficientes para a caracterização do evento.

A exceção marcante é o período dos anos 1930, sobre o qual existe uma infinidade de estudos detalhados,³¹ que confirmam os resultados de nossos precários exemplos. Escolhemos dados anuais porque a importância das crises financeiras não se deve a eventuais problemas monetários de curta duração, mas às depressões que as seguem.

O gráfico 2.2 revela que *não* existe uma relação estável entre a base monetária e os meios de pagamento. Seguindo Friedman e Schwartz 1963, adotamos o conceito de HPM (*high-powered money*) para determinar a oferta monetária relevante. Dividimos os meios de pagamento (depósitos a vista até 1913 e depósitos a vista e a prazo para o período posterior, porque esta distinção existe somente a partir do fim de 1913), estoque no final de ano, pelo HPM. A razão expressa no gráfico — que seria a medida de multiplicação dos meios de pagamento, ou modificação na utilização de crédito em relação à oferta monetária no seu conceito de HPM — demonstra uma nítida tendência de aumento até 1929, revelando o desenvolvimento financeiro e econômico do país.

Pode-se observar a queda brutal na utilização de *crédito* em relação à oferta monetária de 1929 até 1940. Em 1940 a relação alcançava o piso de 2,5 igualando-se àquela verificada no fim de século XIX. Ao redor de 1930, por exemplo, este gráfico confirma os comentários de Paul Volcker sobre o ‘soberbo’ trabalho do Fed durante a Grande Depressão. Nota-se que no período a relação entre base monetária e depósitos caiu violentamente, *apesar* do crescimento da oferta monetária (no conceito HPM).

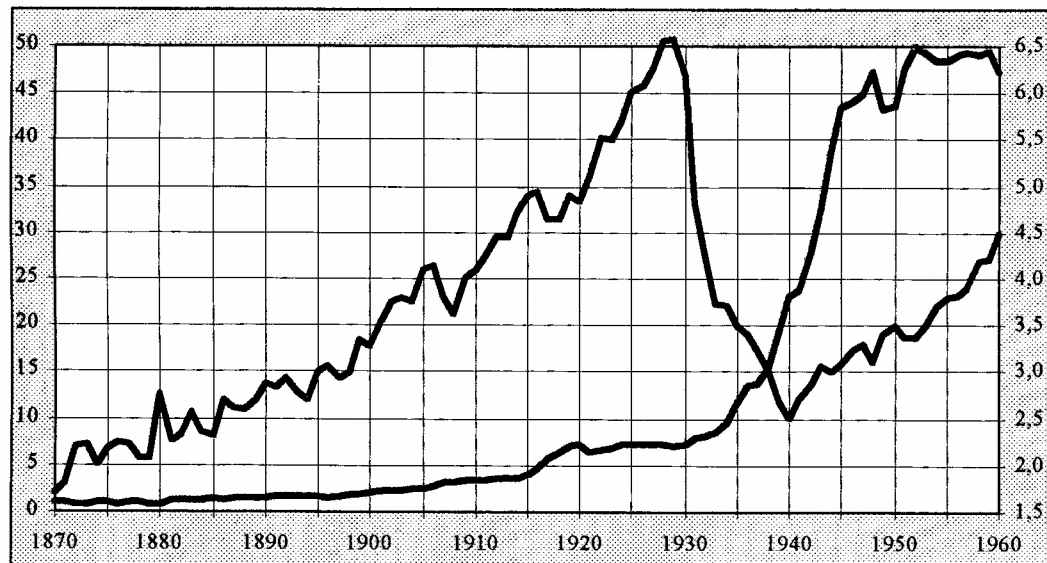
Figura 2.1 Velocidade renda da moeda: Estados Unidos (1885-1960)



— Velocidade Renda da Moeda = Produto Nacional Líquido (PNL)/M1; — Tendência.

Fonte: PNL, até 1918 Kuznets, Simon, 1961, 1918-1960 U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis (BEA), *Historical Statistics, Colonial Times to 1970*. M1: Friedman e Schwartz, (1963), Appendice A.

Figura 2.2 High-Powered Money (HPM) e razão depósitos/HPM



— High-Powered Money (HPM) em US\$ bilhões; — Razão M1/HPM

Fonte: Friedman e Schwartz, 1963, Appendices.

2.10 ALGUMAS CONSIDERAÇÕES

A aproximação empreendida por nós entre Ricardo, Friedman e Schwartz serviu para destacar que a teoria da moeda pouco mudou em 170 anos, muito embora as instituições nas quais subsiste a moeda tenham mudado muito neste período.

Nas crises financeiras do passado, a moeda-ouro dissociava-se de seu caráter de meio de pagamento para sobressair-se como mercadoria. Essa separação era possível somente porque, como mercadoria e ativo, ela possuía um valor intrínseco. Na época de Ricardo, de fato, havia ouro, porém a moeda-ouro não era exclusiva. A seu lado, existia a moeda-crédito. A demanda por conversão dos depósitos em moeda manual, que caracterizava as crises financeiras na época do ouro, se justifica, porém, não havia a mínima possibilidade de ser atendida. E isso, como já vimos, confere racionalidade à corrida aos saques.

A *razão* da crise financeira enquanto perda de confiança na habilidade de se converter os depósitos em moeda manual — tal como consta em Friedman e Schwartz 1963 e em Schwartz 1986 — era falsa no tempo de Ricardo e absurda no final do século XX. Era falsa no século passado porque o ouro insuficiente para cobrir os depósitos não pode servir para dois propósitos, aliás, irreconciliáveis: a existência e não-existência dos bancos. E hoje é absurda porque os depositantes não demandarão um ativo sem valor intrínseco ou cujo valor depende da ação das autoridades monetárias.

O entesouramento de moeda, que fundamentava toda a análise das relações no mercado monetário na época da moeda mercadoria e caracterizava as crises financeiras, é completamente desprovido de sentido atualmente. Quem, em sã consciência, entesouraria um ativo cujo valor é completamente desconhecido e incerto para um horizonte razoável de tempo? E se os agentes econômicos não entesourarem moeda manual, como podem reduzir a oferta monetária?

Mesmo que os monetaristas não reconheçam formalmente a crise financeira como fenômeno originado por um processo de acumulação de perdas patrimoniais, a sua discussão está centrada na absorção destas perdas de modo a viabilizar o funcionamento do sistema de crédito e a preservar o capital dos bancos relevantes. O ponto fundamental desta discussão passa despercebido e este, a nosso ver, seria a explicação de que maneira a moeda se junta aos patrimônios. Não é à toa que Meltzer, seguindo mais de perto Bagehot, ao propor uma solução deixa implícito o fato de que o banco central não cria moeda do nada, mas a partir da avaliação de ativos.

A modificação dos sistemas financeiros, caracterizada pela ausência de moeda mercadoria, a mudança na estrutura financeira institucional e a proteção governamental indicam que a crise financeira mudou sua forma de apresentação. Hoje, ela pode se instalar sem a ocorrência do pânico bancário. Mas, a essência de uma crise permanece oculta, deixando, deste modo, em aberto a questão: como impedir seus efeitos maléficos?

Capítulo 2

- ¹ Ricardo, David (1817). *Princípios de Economia Política e Tributação*. São Paulo: Abril, 1983, p. 242.
- ² Schwartz, Anna (1986). “Real and Pseudo-financial Crises”. In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martin Press, p. 13.
- ³ Friedman, Milton and Anna Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States*. Princeton: Princeton University Press, p. 685.
- ⁴ Idem, p. 676.
- ⁵ Federal Reserve System (Banco Central dos Estados Unidos) foi instituído em dezembro de 1913.
- ⁶ Friedman, Milton and Anna Schwartz (1963), op. cit., p. 690.
- ⁷ Idem, p. 441.
- ⁸ Schwartz, Anna (1986), op. cit., p. 13.
- ⁹ Idem, p. 14. (grifo nosso).
- ¹⁰ Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street*. London: Kegan, Trench, Trubner & Co. Ltd. 1904, p. 19.
- ¹¹ Schwartz, Anna (1986), op. cit., p. 23.
- ¹² De 1990 até 1992, o índice da bolsa japonesa tem caído de 4100 para 2000 em 1992, segundo Morgan Stanley Capital (MSCI) World Indices. Índice Nikkey 1986: 34 059, 1994: 19 936. A crise financeira no Japão eclodiu em 1995.
- ¹³ Schwartz, Anna (1986), op. cit., p. 12.
- ¹⁴ Idem, p. 12.
- ¹⁵ Idem, p. 24.
- ¹⁶ Friedman, Milton and Anna Schwartz (1963), op. cit. p. 684. (grifo nosso).
- ¹⁷ Idem, p. 685.
- ¹⁸ Schwartz Anna (1986), op. cit., p. 28.
- ¹⁹ Federal Reserve System (Fed ou FRS) — o Banco Central dos Estados Unidos é composto por 12 bancos regionais. Levando em consideração o volume de recursos comandados, o Federal Reserve Bank of New York terá maior importância no sistema.
- ²⁰ Volcker, Paul (1991). “Financial Crises and the Macroeconomy”. In Feldstein, Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crisis*, NBER, Chicago: University of Chicago Press, p. 176-8. (grifo nosso).
- ²¹ Idem, p. 175.
- ²² Idem, p. 176.
- ²³ Ricardo, David (1817), op. cit., p. 242. (grifo nosso). Obviamente Ricardo referia-se a direitos, mas este enfoque só viria à tona recentemente, a partir do fim dos anos 70.
- ²⁴ Idem, p. 242.
- ²⁵ Meltzer, Allan (1986). “Comment on Real and Pseudo-financial Crises”. In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*, New York: St. Martin Press, p. 33.

²⁶ Schiltknecht, Kurt (1986). "Comment on 'Walter Bagehot and the Theory of Central Banking'". In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*, New York: St. Martin Press, p. 184.

²⁷ Veja Volcker, Paul (1991), p. cit.

²⁸ Moggridge, D. E. (1986). Comment on Anna Schwartz's Chapter". In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*, New York: St. Martin Press.

²⁹ Idem, p. 40.

³⁰ O item *High-Powered Money (HPM)* ou a base monetária (H) é a soma das reservas (R) e de papel moeda (ou moeda manual, já que havia moeda-ouro e prata) em poder do público (C). O estoque de moeda (M) é a soma de moeda manual e de depósitos (D) e poderá ser definido da seguinte forma:

$$M = H \frac{\frac{D}{R} \left(1 + \frac{D}{C} \right)}{\frac{D}{R} + \frac{D}{C}}$$

O estoque de *HPM* depende da ação das autoridades monetárias — (Fed nos Estados Unidos). A razão depósitos/moeda manual (D/C) depende das preferências dos agentes econômicos e a razão depósitos/reservas (D/R) é influenciada pela ação dos bancos.

³¹ Veja Andrew, A. Piatt (1907). "The influence of corps upon business in America". *Quarterly Journal of Economics* 20: p. 323-353.

³² Veja Bernanke, Ben (1983) e Temin, Peter (1976), entre outros.

CAPÍTULO 3

ALÉM DA OFERTA MONETÁRIA

A ciência econômica não conta ainda com uma teoria sobre a complexa dinâmica que marca o vínculo entre o sistema financeiro e a atividade econômica agregada. Há pontos relevantes que esperam por uma interpretação. De fato, a preocupação com a estrutura financeira da economia é recente, pois o esforço para compreender a articulação entre os elementos que compõem o mercado financeiro e seu impacto sobre a atividade econômica vem do final dos anos 70. A ênfase no sistema financeiro coincide com as dificuldades teóricas em explicar as modificações da atividade econômica a partir da mudança na oferta monetária e do surgimento de problemas financeiros na maioria das economias centrais e periféricas.

Os economistas que se preocupam com o esclarecimento da estrutura financeira partem do pressuposto de que o mercado financeiro se caracteriza por uma complexa inter-relação entre oferta monetária, lucros e patrimônios, que ao definir o volume e a destinação do crédito, determina a atividade econômica agregada. Entre os precursores desta linha de pesquisa podemos destacar, em ordem cronológica, Thorstein Veblen com a obra *The Theory of Business Enterprise* — publicada em 1904, Ralph Hawtrey que escreveu nas décadas de 1920 e 1930 e Irving Fisher após a Grande Depressão. Contudo, na ordem de prioridade que consta na literatura sobre o assunto, sobressai somente Fisher.

Irving Fisher, que recuperou a Teoria Quantitativa da Moeda no início deste século, é conhecido enquanto eminente teórico monetarista por seus escritos anteriores a 1930. Os artigos após esta data são considerados marco inicial do estudo que tenta elucidar a interdependência entre os elementos que compõem o mercado financeiro, a estrutura financeira e a sua relação com a atividade econômica agregada.

Para Fisher — pós 1930 — a teoria econômica inclui o estudo do equilíbrio e do desequilíbrio. A análise estática que contempla aquele “equilíbrio imaginário que pode ser estável ou instável {que é} mantido pelas forças equilibradas do desejo humano, expressas através de ‘demanda e da oferta’”¹ é um exercício válido que, contudo, despreza o tempo como variável relevante para a análise. As relações econômicas, como enfatiza o autor, se desenvolvem no tempo. Ao incluirmos o comportamento dos agentes econômicos nesta variável, a análise econômica relevante passa a ser a do desequilíbrio.

Em sua análise da Grande Depressão, Fisher chega à conclusão de que na onda da prosperidade anterior à crise dos anos 30 os agentes econômicos estavam excessivamente alavancados e este fato tornou a economia norte-americana vulnerável à crise. O desequilíbrio extremo, como o verificado em condições de crise, se caracteriza por duas variáveis que ele denomina de primárias, que são: *excessivo endividamento* e *deflação*. Às variáveis primárias, Fisher acrescenta as secundárias: dívidas, meio circulante, velocidade de circulação, nível dos preços, patrimônio líquido, lucros, comércio, confiança no estado dos negócios e taxa de juros.

Numa grande guinada teórica em relação ao seu trabalho anterior, Fisher abandona a oferta monetária e o nível geral dos preços enquanto variáveis que garantem o ajuste e destaca a articulação entre os elementos que compõem o mercado financeiro e o seu impacto sobre a atividade econômica. A forte deflação, que ocorreu no encalço de uma extensa dívida privada contraída durante os anos 20, levou à queda do patrimônio líquido das empresas e das famílias. Este fato teve dois reflexos: um no mercado financeiro e outro na economia real. No mercado financeiro a queda dos patrimônios resultou em dificuldades de pagamento das dívidas e na concessão de crédito. Do lado produtivo da economia, assistiu-se à redução no dispêndio corrente e a um decréscimo, ainda maior, da renda e dos preços.

A deflação para Fisher possui várias facetas. No mercado financeiro, expressa-se pelo processo de redistribuição de patrimônio de devedores para credores. Seu mecanismo é perverso, pois “a própria

tentativa dos indivíduos no sentido de reduzir suas obrigações as aumenta, porque o efeito de debandada em massa a fim de liquidar aumenta o valor de cada dólar devido...{assim}, por mais que os devedores paguem, mais eles estarão devendo.”²

A flexibilidade dos preços para baixo, ao reduzir o valor dos patrimônios, ao invés de levar ao equilíbrio agrava o desequilíbrio. Assim, na presença de mercado creditício e de deflação, o principal mecanismo de ajuste para a teoria econômica, o de preços, antes de ajustar as relações de produção, desajusta as relações patrimoniais. E, seguindo os argumentos do autor, parece-nos que essas relações são fundamentais para a produção. Analisando esse círculo vicioso, formado pela queda dos preços e do valor dos patrimônios, Fisher conclui: “na ausência de dívida e deflação os outros distúrbios são incapazes de levar a crises com a severidade daquelas de 1837, 1873, 1929-33.”³ O autor registra sua esperança de que os estudos sobre as crises financeiras de vários países, que partirão de sua análise, provarão a pertinência de suas conclusões.

Implicitamente Fisher renuncia à noção de agente econômico em prol de suas características comuns, trabalhando com categorias. As principais são a dos credores e devedores. O que torna o equilíbrio inatingível é que os devedores, como um todo, não conseguem sair do endividamento e, na própria tentativa de sair, transferem patrimônio para os credores.

Ao contrário do abandono implícito do agente econômico, Fisher faz questão de enfatizar o abalo de sua fé no poder autocorretor do mercado e proclama: “*It would be as silly and immoral to ‘let nature take her course’ as for a physician to neglect a case of pneumonia. It would also be a libel on economic science...*”⁴

Há um dado interessante para aqueles economistas que se preocupam principalmente com a política de estabilização. Em seu artigo de 1933, Fisher estimou o aumento do peso real da dívida em 40% (em relação a 1929). Em março daquele ano, quando o artigo foi escrito, Roosevelt assumia a presidência. Os bancos foram fechados temporariamente e no decorrer de 1933 o Congresso norte-americano preparou a base legal para a estabilização que se seguiria. A medida mais relevante, à luz deste trabalho, era a declaração da ilegalidade das cláusulas que atrelavam os contratos a pagamentos em ouro.⁵ Até a posse de ouro em mãos de particulares foi legalmente proibida. Em janeiro de 1934 o dólar foi desvalorizado em exatamente 40%.

A desvalorização implicou em transferência de patrimônio, só que desta vez de credor para devedor. Fisher estimou a dívida interna e a riqueza nacional, para 1933, em US\$ 160 bilhões e US\$ 150 bilhões, respectivamente. As magnitudes apresentadas por ele permitem o cálculo aproximado dos valores envolvidos numa das mais contundentes medidas do plano de estabilização norte-americana conhecido como *New Deal*. Levando em conta o trabalho do Congresso e o artigo de Fisher, é difícil acreditar que a desvalorização do dólar tivesse sido inesperada.

Com a saída da crise dos anos 1930, as considerações de Fisher, Veblen e Hawtrey sobre o estado de um endividamento excessivo perdem força. A afirmação destes autores de que existe algo mais entre a oferta monetária e a atividade econômica é desconsiderada. A elaboração de estudos sobre o mercado financeiro, onde a oferta monetária, os lucros e os patrimônios se encontram para determinar o volume e a destinação do crédito — definindo, por conseguinte, a atividade econômica agregada —, é deixada para a próxima rodada de dificuldades financeiras.

Este ‘desvio’ é atribuído à revolução keynesiana⁶ e a seu desenvolvimento posterior, que resultou na análise econômica padrão: a síntese neoclássica. Nela, o mecanismo de transmissão, baseado no prazo dos contratos e numa oferta monetária exógena, passava pelos salários e preços. A rigidez dos preços — entre os quais o salário é fundamental — na presença de contratos e a competição imperfeita explicariam a não neutralidade da moeda a curto prazo. Por causa das defasagens determinadas pelo prazo dos contratos, uma modificação na oferta monetária transforma-se em alteração na demanda agregada. A moeda recebeu a explicação da sua não neutralidade a curto prazo, mas o mercado financeiro continuou criando crédito apenas a partir da oferta monetária.

Num artigo marcante de Gurley e Shaw, publicado em 1955, estes autores sinalizam a relevância do liame entre a estrutura financeira e a atividade econômica agregada. Para eles o foco somente na oferta

monetária impede a análise dos complexos vínculos que unem a estrutura financeira e a atividade econômica agregada. Tendo em vista que o “desenvolvimento é associado à emissão de dívidas em algum ponto do sistema econômico e ao correspondente aumento dos ativos financeiros em outro ponto”⁷, a relativa omissão da análise econômica quanto aos aspectos financeiros não se justifica. Importante é conceder atenção à capacidade das empresas em absorver dívidas, sem que para isso tenham que reduzir sua despesa corrente ou a capacidade futura de enfrentar obrigações financeiras. Em outras palavras, torna-se importante examinar o passivo no balanço das empresas, pois a capacidade financeira das empresas é uma determinante importante da atividade econômica agregada.

Estes autores acreditavam que o estado do crédito é responsável, em grande medida, pelo desempenho da economia pois o desenvolvimento econômico não engloba somente a mudança no nível do emprego, dos preços e da renda, mas também a modificação dos preços de mercado das exigibilidades financeiras.

Ao analisarem a importância do sistema financeiro no desempenho macroeconômico, notam que os países desenvolvidos contam com sistema de intermediação financeira também desenvolvido e, por administrarem a concessão do crédito, permitem o aumento da eficiência alocativa na economia. A graduação da eficiência significa que a oferta monetária terá impacto diferenciado, dependente das peculiaridades institucionais de cada país.

Para eles, o sistema financeiro moderno tem capacidade de oferecer substitutos à moeda e a importância da moeda, enquanto meio de pagamento, é inversamente proporcional ao desenvolvimento do mercado financeiro. Neste mercado o que importa é a capacidade de se criar crédito. Na presença de substitutos à moeda a oferta monetária passa a ser um dos componentes do mercado financeiro, o seu impacto sobre os preços e a atividade econômica pode ser suplantado (mitigado) por outros componentes. Assim, o exame detalhado de todos os elementos que compõem e definem a concessão de crédito torna-se imprescindível.

A vitória do reestabelecimento da Teoria Quantitativa da Moeda com o “sucesso estatístico da moeda nas equações reduzidas do produto ajudou o rejuvenescimento da moeda enquanto agregado financeiro principal”,⁸ afastando, mais ainda, a preocupação com o vínculo entre o sistema financeiro e a atividade econômica agregada. De fato, o comportamento do sistema financeiro foi reduzido à preocupação com a oferta monetária.

O recente interesse deve-se a vários fatores entre quais podemos citar: o relativo descrédito no paradigma teórico vigente — a síntese neoclássica; a crença na relevância da articulação entre os elementos que compõem o mercado financeiro; e aos estudos empíricos e técnicas desenvolvidas na abordagem do problema que examinam as variáveis relevantes e dão suporte à visão de que as forças monetárias, por si só, são incapazes de explicar a duração e a profundidade das crises financeiras.

Os estudos podem ser analiticamente divididos em dois grupos:

A Abordagem da Informação Assimétrica. Partindo da análise neoclássica afrouxam uma de suas hipóteses — a de informação perfeita — e examinam os microfundamentos da intermediação financeira; a influência das assimetrias de informação na concessão do crédito, no comportamento das firmas; a capacidade e facilidade das empresas no acesso às fontes de financiamento; e o impacto destes elementos na concessão de crédito e, a partir disso, na atividade econômica agregada. O enfoque, no desenvolvimento do qual participam muitos economistas, é conhecido como A Abordagem da Informação Assimétrica;

A Hipótese da Instabilidade Financeira. Com o expoente Hyman Minsky, apoiado por Kindleberger. Os dois autores rejeitam a idéia de exogeneidade da moeda e das crises financeiras. Para Minsky, a economia, no curso normal do seu funcionamento, se torna financeiramente frágil. A instabilidade financeira é condição para a eclosão das crises. Kindleberger, fundamentado na hipótese de Minsky, trabalha com a elucidação dos mecanismos de transmissão internacional das flutuações cíclicas e das crises financeiras. Como o ponto de partida é a visão de Irving Fisher, a abordagem, além de Hipótese da Instabilidade Financeira, é denominada de “A visão Fisher, Minsky, Kindleberger”.

Capítulo 3

¹ Fisher, Irving (1933). “The debt-deflation theory of Great Depressions”. *Econometrica*, N 1, p. 337.

² Idem, p.344.

³ Idem, p. 341.

⁴ Idem, p. 347.

⁵ A permanência das cláusulas legais dos contratos é pressuposto básico para a existência de um mercado financeiro. Os cálculos de risco e retorno, que fundamentam as decisões dos agentes econômicos, não incluem considerações sobre mudança nas regras no decorrer do jogo. O elo entre o dólar e o ouro era legal — a posse de dólar levava consigo a promessa de se pagar à ordem do portador de dólar ouro na proporção de 1/20,67 de onça de ouro para cada dólar. Esta regra era extensiva aos contratos grafados em dólar. Isso justifica a necessidade de Congresso norte-americano de votar regras de exceção. A desvalorização do dólar frente ao ouro impõe pesadas perdas em capital àqueles que estavam investindo ou especulando no mercado de dólar ou no de ativos financeiros grafados em dólar (‘investidores’ estrangeiros). Além disso, havia arraigada crença de que a mudança no preço do ouro levaria à modificação do nível geral dos preços internos. Isto é, havia expectativas de inflação. Por último, na presença de moeda mercadoria a relação entre a crise financeira e a cambial não é clara. Discutiremos o assunto mais adiante.

⁶ Veja Calomiris (1993), entre muitos outros.

⁷ Gurley, John and Edward Shaw (1955). “Financial aspects of economic development”. *American Economic Review* 45, (September 1955), p. 515.

⁸ Gertler, Mark (1988). “Financial structure and aggregate economic activity: an overview”. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, No, 3 (August 1988), Part 2, 1988, p. 560.

CAPÍTULO 4

A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

A década de 70 presenciou o término de uma longa primavera de abundância, experimentada pela maioria das economias. Isso abalou a fé num desenvolvimento econômico ininterrupto, abrindo um campo para novas investigações com a promessa latente de subverter a teoria econômica.

Um dos primeiros ‘sintomas’ desse processo surge com o artigo de George Akerlof “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”.¹ O autor joga a primeira pedra no telhado dos neoclássicos, mesmo sendo da casa. Ele substituiu um dos pressupostos do modelo neoclássico — o da informação perfeita — e nesta troca, o mercado que sempre fora eficiente, passa a apresentar ineficiências alocativas.

Seu argumento: se os compradores têm percepção da qualidade média dos produtos oferecidos, os vendedores que trabalham com produto de qualidade mais baixa que a média podem receber um prêmio às expensas daqueles que trabalham com qualidade mais alta. Do ponto de vista dos vendedores que trabalham com produtos de qualidade superior à média, a troca torna-se injusta e eles podem desistir dela. Este problema foi denominado de seleção adversa. Por causa da escolha de Akerlof, feita sobre limão, a expressão ganhou corpo na literatura econômica e ficou conhecida como ‘*the lemon problem*’. Para se modelar o comportamento dos agentes econômicos, levando em consideração as diferenças de grupos em relação à média, os estudiosos passaram a se utilizar pesadamente da matemática, sofisticando ainda mais os clássicos modelos neoclássicos.

A saída do indivíduo da homogeneidade no antigo modelo não se faz pacificamente. Por estar num grupo, mas manter características particulares, diferentes às da média, ele passa a expressar seus conflitos. A divergência de interesses sobressai como um fator relevante para a análise.

Com o tempo foram introduzidas ineficiências do lado do comprador. Aplicadas a contratos já firmados, a esses problemas de assimetria da informação foi dado o nome de ‘*moral hazard*’. Uma das explicações é através dos contratos de seguro. O mercado de seguro de automóveis forma seu preço de acordo com a percepção da qualidade média dos compradores. Mas, há compradores que colocam deliberadamente seus veículos em perigo, por exemplo: os que gostam de participar de ‘rachas’. Em função do preço médio do seguro, estes motoristas receberão um prêmio às expensas dos ‘bem comportados’. O ‘prêmio’ pode servir-lhes de ‘incentivo’ a colocar seus veículos em perigo maior. Com o tempo essa atitude poderá levar a aumento no preço do seguro — um preço injusto do ponto de vista dos agentes bem comportados. A percepção dos motoristas bem comportados de um preço mais alto a ser pago poderá desincentivá-los a segurar seus veículos.

Na década de 1980 com o problema das dívidas do Terceiro Mundo, a volatilidade, cada vez mais alta das taxas de juros e das cotações das ações em bolsas, à hipótese da imperfeição dos mercados, acrescentou-se a preocupação com a instabilidade do mercado financeiro e a análise da informação assimétrica acabou chegando lá. Na época, havia economistas que tinham substituído o estudo da oferta monetária pelo foco nas relações do mercado financeiro — Minsky - 1972, Kindleberger - 1973/78, entre outros — mas não utilizaram a abordagem das assimetrias de informação.

Os adeptos da análise dos problemas de informação estão à procura da modelagem do sistema financeiro. Nessa tarefa eles definiram os principais atores deste mercado — os bancos — e partiram para elaboração de modelos de intermediação bancária. A abordagem é, ainda, um estudo incipiente do desenvolvimento do qual participam vários economistas. São pesquisadores que se dedicam a um, talvez

alguns, aspectos do assunto. Ainda não chegaram a um consenso, mesmo entre si, sobre os pontos analisados. Tampouco conseguiram elaborar uma teoria independente, integrada e de grande aceitação. O que há são esquemas interpretativos independentes, faltando muito para uma teoria. Apesar de incompleto, pela qualidade dos resultados alcançados e pelo número crescente de adeptos, seu enfoque é importante. Atualmente uma esmagadora maioria de economistas norte-americanos vem considerando a hipótese da assimetria de informação em seus trabalhos.

Os adeptos desse enfoque consideram seu trabalho como uma nova visão que esclarece e complementa a monetarista, mas do lado dos monetaristas tradicionais, sua pretensão não é reconhecida. Como se pode ver nas palavras de Anna Schwartz, a visão não teria relevância em relação às verdadeiras crises financeiras: *“Recent discussion of moral hazard in relation to real financial crises would be more apt in relation to pseudo-financial crises. They provide rationale for bail-out and shoring up inefficiency”*.² O reconhecimento não se faz por algumas razões. A primeira delas e mais forte é que os adeptos da informação assimétrica não conseguem chegar ao equilíbrio geral.

4.1 O MERCADO FINANCEIRO E OS BANCOS

O funcionamento do mercado financeiro proporcionou um campo fértil para aplicação dos conceitos de assimetria de informação, pois neste mercado a informação mais do que fator-chave é, reconhecidamente, a ‘alma do negócio’. Isto é, pelas características inerentes a seu funcionamento, este mercado é exemplo mais completo de assimetrias de informação.

Ao contrário dos monetaristas que trabalham com o lado direito do balanço bancário (o passivo ou moeda), os adeptos da análise da informação assimétrica identificaram o mercado financeiro com o do crédito — o lado dos ativos (empréstimos e investimentos) no balanço dos bancos. O deslocamento da atenção do passivo (moeda) para a do ativos (empréstimos) já subentende a aceitação da endogeneidade da moeda. Este fato é mais uma razão para que os monetaristas não reconheçam as abordagens dos assimétricos.

Os principais atores do mercado creditício são os bancos, vistos enquanto instituições especializadas em processamento de informações relevantes a respeito da viabilidade dos projetos de investimento. Por terem experiência na coleta de dados sobre o desempenho das empresas, e pela sua habilidade em manter relações no longo prazo, estão bem aparelhados para determinar a qualidade dos devedores. Podem fazer arranjos, restringir e solucionar os problemas oriundos da informação — seleção adversa e ‘*moral hazard*’ próprias à concessão de crédito — a um custo menor.

O custo que os agentes individuais incorrerão para obter estas informações é extremamente alto, o que restringirá o volume de crédito concedido. A qualidade dos projetos que receberiam crédito seria, também, inferior àquela dos bancos. Os problemas de informação que acompanham a concessão de crédito e a recuperação de quantias envolvidas se tornarão insuportáveis para os agentes econômicos individuais. Os bancos conseguem alocar o crédito para projetos de investimento economicamente mais eficientes e com menor custo de informação. Esta redução, evidentemente, reflete em aumento na eficiência alocativa do sistema. Nesse sentido, os bancos são instituições criadoras de valor.

Enquanto o balanço dos bancos se torna ‘simétrico’ (ativo igual passivo), não apenas em termos contábeis, mas também na expressão das relações econômicas, chega-se à conclusão de que a informação no mercado de crédito é inerentemente assimétrica. Os demandantes de crédito — que entram do lado esquerdo do balanço bancário — têm maior (isso é melhor) informação sobre os seus próprios projetos do que a administração bancária que lhes concede crédito, o que exige atenção. A informação dos administradores de bancos — sobre a performance das ‘suas’ instituições e sobre a modificação relativa no valor dos diversos ativos — é melhor do que a dos depositantes. Isto quer dizer que a qualidade da

informação dos depositantes sobre o real valor dos seus *portfolios* é inferior àquela dos administradores destes *portfolios*. Este fato confirma a necessidade de os depositantes monitorarem a performance da administração bancária.

Os custos desta monitoração, assim como os de informação quanto à concessão do crédito, dependerão da realidade institucional e da conjuntura econômica. Quanto à realidade institucional, o que importa é o tamanho, a diversificação e a monitoração da atividade bancária por parte do banco central e dos próprios depositantes, como podemos ver: “Em um sistema onde há muitos, pequenos e não diversificados bancos, estes problemas podem assumir particular gravidade”³. A importância da conjuntura econômica inclui o desempenho médio e individual das empresas, a sua capacidade de gerar lucros e cumprir suas obrigações contratuais, a cotação das empresas na bolsa, a política monetária, a fiscal e a própria performance bancária. Estes custos são fundamentais para o montante de crédito concedido e, por consequência, para a atividade econômica agregada.

4.2 LIQUIDEZ

Ao elaborarem um novo conceito de liquidez, os adeptos da informação assimétrica⁴ tentaram esclarecer o que ela representaria à luz da teoria monetarista. Chegaram à conclusão de que a liquidez para os monetaristas refere-se à flexibilidade intertemporal de consumo. O agente econômico, na posse de seus recursos monetários, prefere altos a baixos retornos. Entretanto, retorno alto é característica dos empréstimos a longo prazo e o agente pode ter necessidade de consumo antes do vencimento do empréstimo. Neste ponto concentra-se a visão do papel dos bancos na teoria monetarista. Essas instituições, atendendo as preferências dos agentes econômicos (de prazo e rentabilidade) oferecem passivos com diferentes prazos de maturação e diferentes taxas de retorno. Os empréstimos são concedidos pelos bancos, enquanto função das preferências de consumo dos agentes.

A fundamental característica dos empréstimos (ativos bancários), para os próprios bancos, é a falta de liquidez, enquanto o consumo dos agentes econômicos pode apresentar padrão randômico. Como consequência, os depositantes podem exigir seus recursos — mesmo que com perda de rendimento — deixando os empréstimos descobertos, isto é, sem fundos na contabilidade bancária. Isso acontece porque na versão monetarista, para que os depósitos expressem capacidade de compra (ou servir enquanto meio de pagamento), há necessidade de se transformarem em moeda — o que leva à dedução de que o passivo bancário não circula enquanto meio de troca ou de pagamento.

A impossibilidade de se transacionar os passivos bancários gera um argumento avassalador: não faria sentido os depósitos à vista, que são contrapartida de empréstimos, funcionarem enquanto moeda e de serem considerados meio de pagamento. Segundo os adeptos da informação assimétrica, esta parece ser a maior fraqueza do modelo monetarista.

Recuperando a perspectiva histórica, podemos verificar que na Inglaterra durante a maior parte do século XIX, a principal preocupação dos membros das várias Comissões Parlamentares de Inquérito (CPI) que acompanhavam cada crise financeira era definir se os depósitos à vista deveriam ser considerados ou não meios de pagamento. A conclusão que prevalecia, apesar das muitas objeções, era que *não* deveriam ser considerados enquanto tal. Os verdadeiros meios de pagamento consistiam nos seguintes itens: ouro cunhado, o ouro em lingotes (a reserva bancária) e as notas de câmbio em ouro resgatáveis externamente. O resto era responsabilidade, ou em crise financeira, irresponsabilidade dos bancos. É necessário notar que houve um avanço, pois antes do século XIX esta discussão nem era cogitada.

Com o tempo, o papel-moeda emitido pelo Banco de Inglaterra passou a fazer parte dos meios de pagamento. Considerava-se, e ainda há economistas pensando assim, que o Banco Central inglês emitia papel-moeda na exata proporção do ouro mantido em seus cofres. É a moeda representando o ouro.

A prática de utilizar papel-moeda fundamentava-se, teoricamente, pelo alto custo de manuseio do ouro (que se desgastava) e o custo da cunhagem que poderia ser maior do que o de impressão. A soma dos dois custos justificaria a troca das moedas de ouro por notas bancárias, as últimas mais conhecidas hoje como papel-moeda.

Esta visão é equivocada, pois a própria existência do Banco de Inglaterra está relacionada ao crédito. No caso, o crédito concedido à coroa em troca do monopólio da emissão de papel-moeda. Como o nome indica, esta instituição era banco e não gráfica, por isso mesmo, concedeu crédito a ‘clientes dignos’ — tal como consta nos estatutos de sua constituição.

Com a entrada do papel-moeda, emitido por este banco, no rol dos meios de pagamento — isto apesar de continuar sendo basicamente crédito — a distinção entre moeda e crédito torna-se questão de grau, ou de hierarquia, e não de substância. De substância será a discussão sobre a razão de se considerar moeda parte do crédito (as notas emitidas pelo Banco de Inglaterra) e de não se considerar moeda os depósitos à vista dos outros bancos.

Outro problema que espera solução é a diferença entre moeda e meios de pagamento. Enquanto a moeda é meio de pagamento, a recíproca não é necessariamente verdadeira. Quando o papel-moeda se estabeleceu firmemente enquanto meio de pagamento, já cessara a polêmica sobre a distinção entre moeda e depósitos à vista; os dois são aceitos enquanto moeda e meios de pagamento.

O que os adeptos da análise da assimetria de informação estão empenhados em provar é que o estabelecimento dos bancos e de um mercado financeiro torna extremamente difícil a distinção entre moeda e meios de pagamento. Eles, ou parte deles, estão trabalhando, e muito, para provar que todo o passivo bancário, que é fundamentado em empréstimos, efetivamente serve enquanto meio de pagamento. E a razão para o aparecimento dos bancos, segundo os adeptos desta abordagem, deve-se à sua capacidade de financiar ativos não líquidos através da criação de passivos que podem circular enquanto meios de troca.

O conceito de liquidez para eles refere-se à facilidade de avaliação dos certificados (títulos) emitidos pelos bancos. Esta avaliação é necessária para a circulação e a troca. Os empréstimos bancários, ilíquidos por natureza, são passíveis de substituição por passivos que oferecem opção de compra. Na verdade, o que se tem nessa operação são negociações e troca de posições entre os participantes do mercado financeiro. A noção de liquidez corresponde à idéia de que os passivos bancários têm propriedades especiais que os tornam adequados enquanto meios de troca.

Os bancos criam certificados, que têm como propriedades a ausência de risco e a facilidade de avaliação. A falta de risco é possível porque a função dos bancos é *assegurar a qualidade dos ativos* que fundamentam os passivos. Como podemos ver: “*Banks can design a riskless security by creating liabilities which are, first of all, debt... Debt contracts reduce the variance of the security's price... it is bank which issue trading securities, such as demand deposits... Bank liabilities have unique properties making them suitable as circulating medium*”.⁵

É bom insistir na diferença. Na teoria monetarista os bancos asseguram as necessidades de consumo dos agentes econômicos: “*Thus, the insurance feature of the bank contract is interpreted as a provision of liquidity*.”⁶ A atenção da administração bancária deveria estar focada nas reservas que protegerão o banco contra necessidades de consumo inesperadas dos agentes, enquanto para os adeptos da análise da informação assimétrica, a liquidez refere-se à facilidade de avaliação dos passivos bancários, conseguida graças à atenção dos bancos sobre o valor e o desempenho dos ativos. A variável sobre a qual recai a decisão da administração bancária é a qualidade dos ativos. Este é um aspecto fundamental para se passar da concepção da irracionalidade subjacente ao pânico bancário — própria à teoria monetarista — para a visão do pânico enquanto evento racional, provocado pela percepção de perda patrimonial.

Gorton e Pennachi (1990)⁷ elaboraram modelos de intermediação bancária, nos quais o passivo bancário circula enquanto meio de troca. Nestes modelos existem duas possibilidades para a troca, ou dois mercados para esta circulação. O primeiro deles é o mercado secundário. Se o ativo bancário — em forma de certificados — for comercializado no mercado secundário, seu preço revelará os riscos específicos do(s) banco(s) que haviam emitido o(s) título(s). Isso incentiva a boa performance da administração bancária — o cuidado com os ativos. A troca de posições entre os agentes no mercado secundário leva à concepção da circulação do passivo bancário enquanto meio de pagamento. A segunda possibilidade é a compensação bancária. Nesse caso, por não haver observação pública de preço de mercado, há assimetrias informativas adicionais.

4.3 A CONCESSÃO DE CRÉDITO

O mercado financeiro é dividido em tomadores de crédito e credores. Chamaremos os demandantes de crédito de empreendedores, mesmo porque a destinação dos empréstimos são os investimentos. Deste lado, há considerações sobre a qualidade dos devedores, pois existem bons e maus pagadores de dívidas. Os empreendedores têm vantagens sobre os credores, pois somente eles possuem informação perfeita sobre seus planos de investimento. Os credores, tendo dificuldades de avaliar o risco dos empreendimentos particulares, concedem os empréstimos a uma taxa média de risco. Os empreendedores, avaliando seus riscos particulares, aceitam-na, ou não. Os tomadores de crédito, cujos projetos apresentam um risco menor do que o sinalizado pela taxa média de risco, não efetuarão seus investimentos. Aparece o problema da seleção adversa e a conseqüente redução da eficiência alocativa do sistema.

Aumento na taxa de juros provoca acréscimos na seleção adversa, porque os investidores com projetos de investimento mais arriscados, mesmo com uma taxa mais alta de juros, não desistem do empréstimo. Conclusão: com aumento na taxa de juros, aumenta a quantidade de empreendimentos arriscados financiados pelos bancos.

A ênfase na administração dos ativos faz chegar à conclusão de que a concessão de crédito não depende apenas da oferta monetária, mas também de outros fatores entre os quais podemos elencar: a percepção de desempenho da economia; observações sobre o lucro das empresas; política fiscal; e a variação do risco dos negócios. É o cuidado com os ativos (empréstimos) que transforma os passivos desejáveis enquanto meios de pagamento e evita a corrida aos bancos. A motivação subjacente à demanda e à oferta de crédito difere, por isso a oferta de crédito pode não coincidir com sua demanda. Um aumento na taxa de juros aumenta o risco na concessão de crédito. Assim, se o credor não conseguir identificar tomadores de crédito que apresentem projetos compatíveis com as exigências do momento, os empréstimos serão reduzidos por ação deliberada do credor. Mesmo com excesso de demanda por crédito, o aumento na taxa de juros pode não levar ao equilíbrio, porque os acréscimos adicionais na taxa de juros podem resultar em decréscimos na oferta de crédito, agravando o excesso de demanda.

Um aumento na taxa de juros — cuja causa pode ser uma demanda por crédito aquecida, ou o declínio na oferta monetária, dependendo da situação — pode piorar dramaticamente os problemas relacionados à assimetria de informação, seleção adversa e '*moral hazard*', podendo provocar um brutal decréscimo na concessão de crédito. A redução no volume de crédito indica decréscimo no investimento e na atividade econômica agregada. Mankiw (1986)⁸ demonstra que pequenos acréscimos na taxa de juros dos investimentos sem risco podem levar a amplos decréscimos na concessão do crédito e até a um colapso no mercado, comprometendo a atividade econômica agregada.

Com a assimetria da informação, a concessão de crédito pode ser, ainda, arbitrariamente negada desde que não se tenha informação sobre o agente que demanda o empréstimo. O aumento da incerteza

no mercado financeiro é mais um fator de extrema importância, pois dificulta a percepção (informação) dos bancos sobre a qualidade dos devedores. Com o aumento da incerteza, aumentam os custos de informação e a seleção adversa crescerá rapidamente.

A situação pode se tornar crítica, quando os devedores, tendo pouco a perder (porque os valores em garantia podem não cobrir as exigências dos empréstimos ou o patrimônio líquido do devedor pode se tornar menor que o empréstimo), têm incentivos para se dedicar a atividades que podem ser pessoalmente benéficas, mas aumentam o risco de inadimplência. Eles podem desviar fundos para uso pessoal através de desfalque, fraude, ou simplesmente gastar, sem levar em conta a necessidade de um aumento no investimento e nos lucros. O acréscimo das atitudes de *'moral hazard'*, verificado empiricamente ao redor das crises, é explicado através do 'incentivo' e do interesse conflitante entre credores e devedores. A eficiência do mercado financeiro é reduzida e interesses conflitantes entre devedores e credores (o problema de agenciamento) indicam que o empréstimo e, por consequência, o investimento poderá situar-se em um nível abaixo do ótimo.

Dadas as considerações acima, uma das manifestações da crise financeira será o substancial aumento na taxa de juros. A outra é o *'spread'* acrescido à taxa média de juros, cujo valor depende da qualidade percebida do cliente pelos credores. Um terceiro elemento será o aumento das atividades que constituem casos de *'moral hazard'*.

Existem empresas de excelente qualidade enquanto devedoras e com ótimo ou notório desempenho, conhecido no mercado financeiro. Nestes casos o custo de informação para os bancos é baixo, o risco é menor, assim o *'spread'* cobrado será menor também. Ao lado dessas empresas, há outras que apresentam altos custos de informação, que receberão crédito com altas taxas de *'spread'*. O aumento do diferencial de risco indicará o momento da aproximação da crise.

4.4 O PREÇO DOS ATIVOS

A concessão de crédito depende do uso, explícito ou não, de colaterais. Uma das razões que não deixa o empreendedor realizar os seus projetos de investimento, mesmo que extremamente eficientes em termos econômicos, é a necessidade de colaterais. Os bancos dificilmente 'compram idéias' e a teoria econômica tem esquecido deste fato. Isso posto, segue que a capacidade creditícia depende do patrimônio do devedor.

Os adeptos da informação assimétrica incluíram em seus modelos os colaterais e notaram que, com eles, a qualidade do devedor torna-se irrelevante. Acrescentaremos: bons colaterais são garantia suficiente para se obter crédito, independentemente do projeto do tomador. Segundo os bancos, é o que basta. Na análise dos adeptos desta abordagem os colaterais reduzem o custo de informação e a seleção adversa. Entretanto, a importância dos colaterais para a redução do problema de seleção adversa sugere mais um mecanismo que pode conduzir a distúrbios na atividade financeira e afetar negativamente a atividade econômica agregada: a redução do valor dos colaterais.

Modelos enfatizam que um profundo decréscimo na valorização dos ativos — bolsa em queda — reduz o valor dos colaterais, tornando o problema da seleção adversa mais grave para os credores e mostram que o problema patrimonial pode ser estendido de forma a incluir o valor descontado do lucro futuro. Ou seja, a cotação das ações cai por causa da expectativa de queda na renda ou por causa de um aumento na taxa de juros — que diminui o valor presente do fluxo de renda esperada. Nos dois casos há redução na geração de fluxo de caixa e, conseqüentemente, redução da capacidade do devedor em enfrentar os pagamentos de dívidas.

Do lado das instituições financeiras, aumentam os problemas de informação (seleção adversa) e o 'spread' exigido pelos bancos na concessão de crédito para empresas consideradas de alta ou de baixa qualidade. Bernanke e Gertler (1989)⁹ demonstram que a redução no valor dos colaterais aumenta o problema de agenciamento porque o tomador de crédito tem menos a perder com seu engajamento em 'moral hazard'. Considerando este fato, os bancos dificultam a concessão de crédito. Por esta razão, decréscimos no valor dos colaterais levam a decréscimo nos empréstimos, no investimento e, eventualmente, à contração cíclica.

Em suma, a capacidade de obter crédito depende do preço dos ativos, do fluxo de renda esperado e da taxa de juros. O inter-relacionamento entre estes elementos não se dá de forma linear. Cada um exerce impacto na capacidade creditícia das empresas e é considerado pelos bancos na concessão de crédito. Mais um fator é o relativo endividamento das empresas.

4.5 O GRAU DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS E A ATIVIDADE ECONÔMICA

Bernanke e Gertler (1989)¹⁰ demonstram que a capacidade creditícia das empresas depende de seu balanço contábil, da relação entre o valor dos ativos e seu endividamento. Por outro lado, como já vimos na seção anterior, o valor relevante da empresa para efeitos de concessão de crédito é a sua cotação em bolsa. Deduz-se que do balanço contábil o que será levado em conta é apenas a taxa de endividamento. Quando há queda significativa do valor da empresa em bolsa a taxa de endividamento aumenta, mesmo sem novos empréstimos. A cotação em bolsa não afeta somente as empresas representadas, influi também na estimativa do valor presumido de empresas que não possuem ações lá negociadas.

O grau de endividamento das empresas é importante fator em relação a seu gasto com investimento e este com a atividade econômica agregada. Um baixo nível de endividamento é relacionado a uma taxa de juros mais baixa. Dada a taxa de juros os bancos, estando atentos à qualidade do devedor, exigem 'spread' proporcional ao grau de endividamento das empresas em relação ao endividamento médio da economia como um todo. Ou, tratando-se de uma empresa, a avaliação pode ser feita em relação ao endividamento médio das empresas de um setor da economia. Alto índice de endividamento sinaliza dificuldades para o fluxo de caixa, conseqüentemente maior risco de inadimplência. Na melhor das hipóteses, reduzir-se-á o acesso da empresa ao crédito e, na pior, os bancos negam-lhe o crédito. Ou seja, observa-se uma expulsão seletiva das empresas mais endividadas do seu acesso ao crédito.

4.6 O PÂNICO BANCÁRIO

Os adeptos da abordagem da informação assimétrica, considerando inaceitável a explicação do pânico bancário na teoria monetarista — a qual denominaram pejorativamente de a teoria das retiradas randômicas —, concentram-se na identificação das condições sob as quais os depositantes poderão mudar racionalmente sua opinião sobre o risco dos bancos. Tentam demonstrar que o pânico bancário tem uma função positiva porque monitora a performance de um empreendimento no qual existe informação assimétrica. Em suas teses, os pânicos são fruto de uma revisão racional do desempenho dos bancos.

Calomiris e Kahn (1991)¹¹ argumentam que é a falta de liquidez dos empréstimos que torna o passivo bancário e a restrição do serviço seqüencial, ótimos porque a corrida dos depositantes bem-informados ao banco é a maneira através da qual se cria informação sobre a qualidade da administração

destas instituições. A administração bancária, temendo a corrida e a sorte de seu negócio, tem incentivo para manter alto o padrão de seu desempenho. Caso não consiga, pode-se engajar em atividades que constituem casos de *'moral hazard'*. O desempenho da administração bancária, como já explicado, refere-se diretamente à qualidade dos empréstimos concedidos.

Os pânico são, obviamente, o caminho mais direto para a desintermediação bancária. Em situação de pânico, os depositantes, receando pela segurança de seus recursos, promovem retiradas, causando a contração dos depósitos e a contração múltipla dos empréstimos. A assimetria de informação é, de novo, a fonte do problema, porque os depositantes não conseguem distinguir os bancos solventes dos insolventes. Para se protegerem, os bancos aumentam suas reservas e reduzem a concessão de crédito.

Em pânico o custo da intermediação financeira sofre um acréscimo brutal, pois o evento reduz a liquidez, eleva a taxa de juros, e pode contribuir para a redução do patrimônio líquido das empresas. Todos estes fatores causam acréscimos nos custos da concessão de crédito. Segue, assim, a redução do investimento e o declínio da atividade econômica.

Notícias sobre desempenho econômico adverso podem anteceder o pânico. Elas sinalizam também para um aumento do risco de queda no preço dos ativos e o conseqüente acréscimo dos problemas de informação na intermediação bancária. A deflação, originada pelo decréscimo na oferta monetária e de crédito, é mais um dos fatores que agrava os problemas do agenciamento, que se encarregam do declínio do investimento e da atividade econômica agregada. Deflação não antecipada repassa renda dos devedores para os credores. Esta redistribuição dá-se através do aumento do valor real das dívidas e via redução da situação patrimonial do devedor.

O maior problema para a política econômica decorrente desta abordagem consiste no seguinte: por não considerar o pânico bancário enquanto comportamento irracional não se recomenda a imediata intervenção do banco central no mercado financeiro. Pior, ainda, a intervenção pode levar a ineficiências na intermediação bancária, pois incentiva o descuido dos bancos quanto à administração dos ativos. Contribui também para o aumento do risco assumido por alguns bancos e pode ser interpretada como prêmio por um desempenho indesejável. A certeza de que haverá assistência financeira incondicional pode levar a ineficiências na concessão de crédito e ao engajamento da administração bancária em atitudes de *'moral hazard'*, o que reduz a eficiência alocativa do sistema.

4.7 FATORES FINANCEIROS E A DEPRESSÃO DE 1930

Vários trabalhos, anteriores à esta abordagem, haviam demonstrado a falta de substância teórica na associação direta entre o choque de oferta monetária e a Grande Depressão, servindo para chamar a atenção sobre o assunto. Entre estes trabalhos, destaca-se o livro *"Did Monetary Force Cause the Great Depression"*¹² de Peter Temin. Os resultados e a aceitação destas obras no meio acadêmico foram de grande valia para a continuidade dos estudos empíricos.

Assim, ao lado de seus modelos estritamente formais, os adeptos da análise da informação assimétrica desenvolvem um reexame empírico das principais crises financeiras à luz das hipóteses por eles levantadas. O ponto de partida foi a falta de uma explicação sobre o início da Depressão de 1930. Os adeptos desta linha de análise concentram-se na elucidação das causas da Depressão. Como já vimos na citação de Anna Schwartz, a queda da bolsa, que começou em outubro de 1929, não tem relação com a onda de falências bancárias que começou em 1931 e terminou em 1933. Já para os adeptos desta análise, a bolsa integra o sistema financeiro e tem crucial importância na avaliação do capital, no nível de endividamento, no acesso ao crédito e no investimento. Baixas no preço de capital traduzem-se em aumento na taxas de juros (por causa do risco do credor), queda no volume de crédito, redução na taxa de investimento, na demanda agregada, o que é, por fim, decréscimo na atividade econômica agregada.

Mishkin¹³ foi o pioneiro em analisar, através de dados empíricos, a Grande Depressão americana, sob o enfoque da informação assimétrica. Partindo da hipótese de que o gasto das famílias é influenciado pelo estoque de sua riqueza total (ou de seu patrimônio), ele demonstra que a redução da riqueza, causada pela soma da diminuição da renda e da deflação, foi responsável pela queda dos gastos das famílias com bens duráveis. Nesse quadro, seguiu-se a redução no investimento e na atividade econômica. Este trabalho, que aborda um 'distúrbio familiar', é tido como substituto mais adequado do choque autônomo de demanda, defendido em estudos elaborados por economistas de outras correntes teóricas a respeito do início da Depressão.

Os adeptos desta abordagem questionam a rigidez de preços e salários como sendo a variável que explica a prolongada Depressão que acompanhou a redução na oferta monetária no início dos anos 30. Não aceitam a síntese neoclássica e sua principal ferramenta de análise: o esquema IS-LM.

Segundo eles este esquema, por considerar apenas dois ativos (a oferta monetária e um substituto à moeda) e por não levar em conta um sistema de crédito relativamente independente, é inerentemente incapaz de capturar as complexas relações que ligam o sistema financeiro à atividade econômica agregada. Nestes itens, eles¹⁴ rendem homenagem a Gurley e Shaw, Minsky, Kindleberger e Raymond Goldsmith. Este último tem um extenso trabalho sobre a moeda e sua relação com os balanços contábeis. Para os brasileiros, em particular, é ainda uma importante fonte de consulta por ter sido o primeiro a elaborar a história monetária do país.¹⁵

Um artigo marcante foi o "Non-monetary Effects of the Financial Crises in the Propagation of the Great Depression"¹⁶ de Ben Bernanke. Após examinar os dados da década de 30 e aplicá-los a um modelo formal, o autor afirma que a explicação de Friedman e Schwartz, baseada na moeda, é parcial. Isto porque, primeiro: "não existe teoria de efeitos monetários sobre a economia real que possa explicar tamanha duração da não-neutralidade da moeda, e {segundo que} a redução na oferta monetária neste período parece quantitativamente insuficiente para explicar a subsequente queda no produto".¹⁷

No período de 1931-33, aproximadamente a metade dos bancos norte-americanos havia falido. Este choque de oferta monetária não deixa de ser importante, mas tomado por si só, não explica a duração da Depressão, que foi devida à modificação das estruturas institucionais de crédito. Nestas estruturas os bancos e a oferta monetária são um dos lados, o outro, o que deixou de ser considerado, é o patrimônio líquido das empresas. A avaliação do patrimônio relaciona-se com a capacidade de os devedores pagarem as dívidas e também a de receberem novos créditos. A flexibilidade dos preços para baixo, na forma de deflação não antecipada, reduz os patrimônios líquidos, provoca distúrbios e leva à posterior redução na eficiência alocativa do mercado financeiro.

Bernanke conclui: *"Economic institutions, rather than being a "veil", can affect cost of transactions and thus market opportunities and allocations. Institutions which evolve and perform well in normal times may become counterproductive during periods when exogenous shocks or policy mistakes drive the economy off course."*¹⁸ A partir deste artigo, Bernanke tornou-se referência obrigatória e, ainda, um estímulo para os que estudam as crises financeiras.

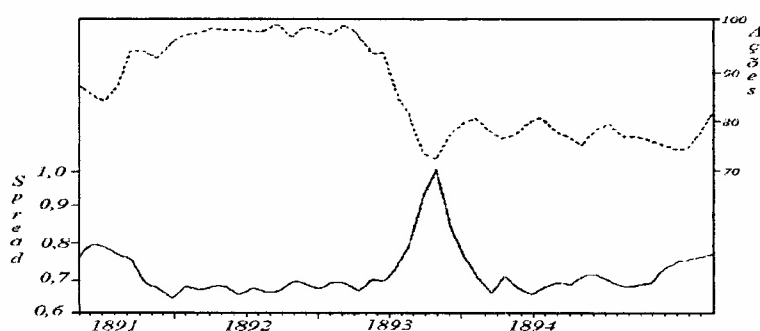
A abordagem da informação assimétrica, até então, desconsiderava o ponto fundamental para a compreensão das crises financeiras: o ciclo econômico. Parte dos seus adeptos, a exemplo de seus colegas monetaristas, continua na visão de crise enquanto fruto de choques adversos, potencializados por problemas na concessão de crédito. Porém, alguns pontos os separam. Enquanto os monetaristas se satisfazem com ajustes na oferta monetária para debelar a depressão, os primeiros são céticos quanto a esses ajustes, justamente porque há outras variáveis entre a oferta monetária e a atividade econômica agregadas. A contribuição dos adeptos desta abordagem é extremamente valiosa porque eles tentam esclarecer o funcionamento do mercado financeiro, local onde se resolve a variável fundamental da economia: a produção de lucro.

4.8 VARIÁVEIS CONSIDERADAS

A chave deste enfoque está na qualidade dos portfólios e dos devedores. A oferta monetária, a taxa de juros e a avaliação da lucratividade esperada e o preço dos ativos são os parâmetros externos que afetam a qualidade dos portfólios. Já a qualidade dos devedores é determinada na esfera decisória dos bancos. Alta na taxa de juros sinaliza uma queda no fluxo de renda esperado e um acréscimo na probabilidade de queda no preço dos ativos. Reduz-se a capacidade do devedor de pagar as suas dívidas e aumenta a probabilidade de queda do valor dos portfólios.

Substanciais aumentos na taxa de juros, decorrentes de um estrangulamento na oferta monetária ou de choques adversos, podem provocar colapso na avaliação dos ativos bancários, abrindo uma brecha patrimonial em que o valor dos ativos não corresponde ao valor dos passivos. Esta situação, per si, constitui uma crise financeira.

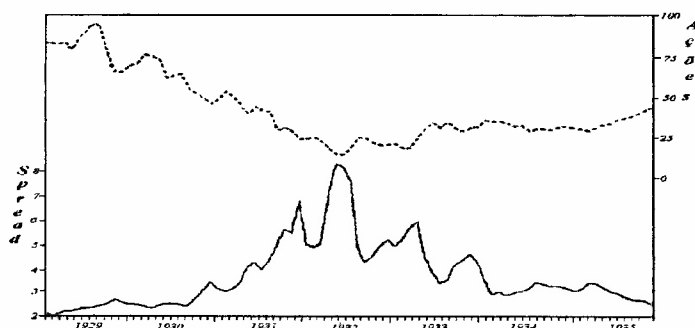
Figura 4.1 Preço das ações e o *spread* — Estados Unidos 1891-1894



..... Ações: cotação base 8/1892=100; — *Spread*

Fonte: Mishkin, Frederic, 1991.

Figura 4.2 Preço das ações e o *spread* — Estados Unidos 1929-1935



..... Ações: cotação base 8/1929=100; — *Spread*

Fonte: Mishkin, Frederic, 1991.

Selecionamos os gráficos 3.1 e 3.2 como ilustração.¹⁹ Segundo Mishkin (1991), eles foram elaborados a partir da análise que apontava o nível do preço das ações e o *spread* como fundamentais variáveis para a explicação das crises financeiras. O eixo esquerdo dos gráficos mostra o *spread* e o direito, a cotação das ações.

Se nos gráficos de enfoque monetarista, as crises financeiras eram difíceis de serem detectadas pelo comportamento da oferta monetária, da base monetária, da velocidade de circulação da moeda e da relação entre depósitos/moeda e reservas bancárias/moeda, tal barreira não se apresenta nos gráficos elaborados por Mishkin. Como se vê, as crises financeiras de 1893 e a dos anos 30 são assinaladas por forte queda no preço das ações e por uma significativa alta no *spread*.

Capítulo 4

- ¹ Akerlof, George. (1970). "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism" *Quarterly Journal of Economics* 84, (August 1970), pp. 488-500.
- ² Schwartz, Anna (1986). "Real and Pseudo-financial Crises". In Capie and Wood, eds. (1986) *Financial Crises and The World Banking System*, New York: St. Martin Press, p. 28.
- ³ Calomiris, Charles W. and Gary Gorton (1991). "The Origin of Banking Panics: Models, Facts, and Banking Regulation". In Hubbard, R. Glenn, ed. (1991). *Financial Markets and Financial Crises*, NBER, Chicago and London: The University of Chicago Press, p. 124.
- ⁴ Estamos seguindo Calomiris e Gorton (1991), op. cit.
- ⁵ Calomiris, Charles W. and Gary Gorton (1991), op. cit., p. 129.
- ⁶ Idem, p. 128.
- ⁷ Gorton, Gary, and George Pennacchi. (1990). "Financial intermediation and liquidity creation". *Journal of Finance* 45(1): 49-72.
- ⁸ Mankiw, N. Gregory (1986). "The allocation of credit and financial collapse". *Quarterly Journal of Economics*, 101 (August 1986), 455-70.
- ⁹ Bernanke, Ben and Mark Gertler (1989). "Agency costs, collateral, and business fluctuations". *American Economic Review* 79 (March):14-31.
- ¹⁰ Idem.
- ¹¹ Calomiris, Charles, W. and Charles M. Kahn (1991). "The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements". *American Economic Review*, (June 1991)
- ¹² Temin, Peter (1976). *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W. W. Norton, 1976.
- ¹³ Mishkin, Frederick S. (1978). "The household balance sheet and the Great Depression". *Journal of Economic History*, December 1978, 38:4.
- ¹⁴ Veja Calomiris, Charles W. (1993). "Financial factors in the Great Depression". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, Number 2, Spring 1993, pp. 63.
- ¹⁵ Goldsmith, Raymond W. (1986). *Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*, São Paulo: Harper & Row do Brasil.
- ¹⁶ Bernanke, Ben (1983). "Non-monetary effects of the financial crises in the propagation of the Great Depression". *American Economic Review*, 73, N 3, p. 257-276.
- ¹⁷ Idem, p 257.
- ¹⁸ Idem, p. 275.
- ¹⁹ Mishkin, Frederic (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective" In Hubbard Glenn, ed. (1991). *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: The University of Chicago Press.

CAPÍTULO 5

A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

“MONEY IS THE END PRODUCT OF FINANCIAL ARRANGEMENTS.”

HYMAN MINSKY

5. 1 O QUE É?

O investimento é o elemento-chave para Minsky, mas seus determinantes encontram-se na encruzilhada formada por dois enigmas da teoria econômica: o ciclo econômico e o mecanismo de financiamento. A hipótese de Minsky fundamenta-se na tentativa de incluir o mercado financeiro com suas instituições — bancos, moeda e bolsas de valores — na análise econômica e determinar sua inter-relação com a avaliação do capital físico (em forma de plantas produtivas) e o investimento.

Para ele, Keynes, ao estabelecer que o investimento define as oscilações da demanda agregada e que as variáveis financeiras determinam as flutuações do investimento¹, apontou o mercado financeiro como o principal determinante da atividade econômica. Segundo Minsky, na economia capitalista há dois preços básicos e interdependentes, cuja determinação é distinta. Um é o dos salários e da renda presente, o outro é o preço do capital. O mecanismo financeiro entra na determinação do investimento, porque afeta os preços dos ativos de capital, os custos de produção, a renda e a alavancagem financeira interna das empresas. A valorização dos ativos financeiros pode definir os movimentos do investimento e, desta forma, a taxa de lucro. E o lucro é a variável estratégica do sistema capitalista.

O autor descreve a hipótese da instabilidade financeira como uma visão de Wall Street do mundo, onde os principais atores são empresários e banqueiros em busca do lucro. O modelo enfoca a relação entre finanças, valor dos ativos e o investimento. Aborda os ativos e sua precificação, os fluxos financeiros e a relação entre crises econômicas e financeiras. Nesse mundo, caracterizado pela incerteza, existem forças endógenas, assentadas na maneira de se financiar o capital produtivo², que levam à fragilização da estrutura financeira.

Com o desenrolar do ciclo econômico, forma-se uma estrutura de passivos na qual, com o tempo, o fluxo de recursos líquidos devido às operações de muitas empresas não cobre as exigências de pagamento aos credores, a não ser em um futuro distante. A concentração de empresas nesta situação torna a economia financeiramente frágil, propensa a crises.

Minsky classifica as empresas como: hedge, especulativas e Ponzi financiadas. A empresa é financeiramente hedge, se o fluxo esperado de suas operações num horizonte relevante de tempo sempre exceder, com alguma margem de segurança, seus pagamentos contratuais e contingentes. A empresa com estrutura de passivos baseada em capital próprio e lucros retidos é quase sempre hedge. Somente uma pronunciada queda na renda poderá colocar em dificuldade de pagamento uma empresa tipo hedge.

A empresa é especulativa quando as receitas esperadas das suas operações normais excedem os pagamentos quanto aos juros, mas ela não tem capacidade de pagar o principal de sua dívida. Para honrar dívidas, que alcançam maturidade, a empresa necessita de refinanciamento periódico.

As empresas Ponzi financiadas não conseguem um fluxo de renda para cobrir sequer os juros de suas dívidas. Endividam-se, ainda mais, para pagar os juros. Um acréscimo na taxa de juros poderá

transformar empresas especulativas em Ponzi, pois elas são extremamente vulneráveis a acréscimos no custo do financiamento e à queda da atividade econômica.

A combinação de empresas hedge, especulativas e Ponzi financiadas se modifica durante o ciclo econômico. No início predominam unidades hedge. A euforia torna-as menos cautelosas quanto ao financiamento. Com a desaceleração do crescimento, parte das empresas hedge financiadas torna-se especulativa. Na sequência, a redução da renda e os aumentos na taxa de juros transformam-nas em unidades Ponzi. Uma leve queda nas operações, ou uma elevação da taxa de juros leva-as a vender ativos a fim de conseguir dinheiro em caixa. A venda generalizada de ativos implica em colapso no preço dos ativos. A crise financeira é relacionada a esse movimento. A dificuldade das empresas em enfrentar exigências de pagamento, quanto à maturação das dívidas, afeta a solvência dos bancos e levanta a questão do refinanciamento.

Em primeiro lugar, observa-se ampla redução na demanda por financiamento para investimento. Segue um decréscimo na taxa de emprego. Com o desemprego e a baixa na utilização da capacidade produtiva, assiste-se à queda dos salários e preços, do produto e da avaliação do capital produtivo. “A crise financeira leva à crise econômica quando o investimento declina tanto que há declínio dos lucros seguido pelo da renda, do emprego e dos salários.”³

Intervenções habilidosas podem abortar a crise em dois pontos: (1) um é através do refinanciamento das empresas, quando há necessidade de vender ativos, (2) o outro é o de sustentar os lucros através de déficit fiscal. O aumento da oferta monetária impede a generalização da queda no preço dos ativos. Ao refinar os bancos, o banco central cumpriria sua função como emprestador de última instância. O cuidado de Minsky é determinar o momento do refinanciamento, que deverá ocorrer somente se houver percepção da iminência de crise. Os grandes déficits fiscais, que sustentam os lucros das empresas, explicam porque não tem havido crises com intervalos como as do passado.

5. 2 MINSKY E AS CRISES DA TEORIA ECONÔMICA

A hipótese da instabilidade financeira surgiu da insatisfação de Minsky em relação à teoria econômica. Em sua visão, há três tipos de crise que envolvem a teoria corrente: de performance, de política econômica e de teoria. A crise de performance é resultado das expectativas frustradas do desempenho da economia em relação ao modelo teórico. Um exemplo: segundo o modelo neoclássico não poderá haver inflação em aceleração com taxas crescentes de desemprego.

A crise de política econômica expressa-se na esterilidade das políticas fiscais e monetárias no combate à inflação e ao desemprego, que além de não produzirem *trade-off* entre inflação e desemprego, são responsáveis, em última instância, pela grave situação estrutural. Pois o governo, no combate à inflação, provoca recessão acompanhada por processo inflacionário. Este caminho, obviamente, não é esperado pelo modelo. A ameaça de crises financeiras, a partir dos meados da década de 1970, é um perigo claro e presente, mesmo que intermitente, até hoje. A absorção de dívida pelo governo tem evitado depressões fortes e prolongadas, e servido, ainda, para debelar as crises financeiras incipientes. Essa absorção, porém, não tem proporcionado um desenvolvimento econômico sustentado.

A crise na teoria econômica convencional manifesta-se através do que Minsky chamou ‘devastadores vazios lógicos’. Em seu entender, a proposição central neoclássica — equilíbrio do pleno emprego, alcançado via mecanismo de mercado — mostrou-se falsa para economias com ativos de capital e instituições financeiras: ou seja, as economias capitalistas. O financiamento do investimento e a manutenção dos ativos no empreendimento bancário moderno fazem a oferta monetária efetiva endógena. Com moeda endógena o equilíbrio, na conceituação walrasiana, é impossível.

Apesar das diferenças nas propostas de política econômica de monetaristas e keynesianos, os resultados obtidos são basicamente iguais, porque as duas correntes usam o mesmo modelo teórico: a

síntese neoclássica. Para monetaristas e keynesianos, o insucesso é consequência de erros de implementação, enquanto Minsky defende a tese de que o erro está no modelo, porque este modelo, ao desprezar o tempo cronológico⁴ e negar a existência dos ciclos e a possibilidade da depressão enquanto processo interno da economia, não abarca o real. As mudanças no modelo econômico padrão ocorrem lentamente, enquanto a economia mundial após os anos 70 é caracterizada por grande volatilidade e bruscas modificações. A ‘realidade’ da teoria padrão não admite a ocorrência de crises, a não ser como erro humano de correção relativamente fácil. Nesta realidade a instabilidade financeira, definida como o “processo no qual são observadas mudanças bruscas e em aceleração na precificação dos ativos — de capital e financeiros — em relação aos preços do produto corrente”⁵, é simplesmente impossível.

Para Minsky a teoria econômica deverá abandonar a modelação de uma realidade de jogo justo e moeda “véu” — característica das trocas diretas — e passar a definir o universo no qual as bolsas são parte integrante e a moeda nunca é apenas meio de efetivação das trocas. Ele afirma: “Se a economia fosse só um jogo abstrato, jogado por pessoas moderadamente dotadas em matemática, a abstração da realidade não faria diferença alguma. O problema é que essa teoria serve de guia para exercício de economia política”.⁶

A teoria keynesiana é considerada por Minsky incompleta e sua interpretação, inadequada. Ele nota que Keynes, na época de elaboração da Teoria Geral, presenciava a estagflação na Inglaterra e a crise financeira, caracterizada por dívida e deflação, nos Estados Unidos. Apesar disso, os dois fenômenos não mereceram atenção maior de Keynes, visto que não forneceu explicações teóricas. Na visão de Minsky, quadros de *boom*, crises, deflação e dívidas são inerentes às economias desenvolvidas e contam com um sistema financeiro complexo. Sua contribuição vem ao encontro da teoria keynesiana, complementando-a com uma interpretação que considera a realidade do ciclo econômico — principal objetivo da hipótese da instabilidade financeira.

Quanto à interpretação keynesiana convencional, muitas facetas desagradam o autor. A principal delas é o fato de ter ignorado virtualmente o mercado financeiro. A outra é a concentração da análise no mercado de trabalho, quando os salários são ‘muito altos’. Na época da elaboração da Teoria Geral, nota Minsky, o problema não era a rigidez dos salários e preços. O fato era que o desemprego se mantinha em crescimento mesmo com salários e preços caindo rapidamente. A depressão e a deflação, antes de tudo, levam a aumento no valor real das dívidas, reduzindo a capacidade dos empresários de enfrentar as exigências de seu pagamento.

Sem saída, os empresários diminuem o número de postos de trabalho. Seguem a falência de empresas, maior desemprego e redução da demanda agregada. Nessa situação — de dívidas e deflação —, salários e preços flexíveis agravam a situação financeira. Esta dinâmica — que, segundo Minsky, inclui a repercussão das relações financeiras sobre a demanda agregada foi tratada por Keynes — é ignorada pelos teóricos que se denominam keynesianos. O legado mais importante de Keynes, em seu entender, é que com a demanda agregada insuficiente, levando ao desemprego, a flexibilidade de preços e salários somente pode agravar o quadro. Por isso mesmo, ele considera inadequada a exagerada atenção para o mercado de trabalho.

5. 3 VARIÁVEIS ESTRATÉGICAS: LUCRO E VOLUME DAS DÍVIDAS

O lucro justifica a produção de bens e seu consumo, mas apesar desta evidência, a análise econômica está centrada nos fluxos de produção e consumo, e não no lucro! Para Minsky, o lucro é determinante do investimento, da demanda agregada e das condições do financiamento. Em suma: o lucro determina a atividade econômica.

O lucro possui uma relação peculiar com o tempo. A expectativa do comportamento dos lucros futuros determina o investimento presente. Por outro lado, os lucros do investimento passado permitem o

financiamento do investimento em curso. Os lucros presentes determinam as condições atuais de financiamento. E há apenas uma situação na qual o investimento passado pode interromper os investimentos, presentes e futuros: quando os lucros obtidos com investimento financiado no passado não corresponderem às expectativas. Nesse caso é interrompida a continuidade no processo de financiamento de investimento e a demanda agregada passa a não ser adequada para aquele nível de atividade econômica e isso afeta os lucros futuros. Menor volume de lucro compromete a demanda agregada, os pagamentos de dívidas, o investimento, as condições financeiras e o lucro futuro.

Comentando o capítulo 17 da Teoria Geral, Minsky diz que a economia capitalista compreende dois preços básicos: o da renda corrente e o dos ativos de capital. Formados de maneira diferente, estes preços envolvem horizontes diversos. Para a renda corrente, o tempo é o curto prazo. Os preços dos ativos de capital dependem da *visão presente* sobre os *lucros futuros*. Envolvem, assim, o longo prazo.

Para a teoria econômica, a valoração dos ativos de capital independe da geração de lucro. Nela o capital tem sempre a mesma dimensão, via de regra o preço contábil ou de reposição. Contudo, o preço de reposição depende das condições da demanda, das empresas que produzem bens de investimento serem ou não monopolistas, das condições do financiamento e dos lucros obtidos dos investimentos passados. O valor depreciado para a reposição dos equipamentos pode não coincidir com o preço de oferta do mesmo capital no momento do investimento. Os modelos, porém, não trabalham com essa lógica.

Nas economias desenvolvidas, o capital tem dois tipos de valoração. O primeiro é o capital visto pela ótica da firma individual — contábil ou de reposição —, o capital presente nos modelos. O valor deste capital não se modifica em função do lucro (ou prejuízo) obtido pelo seu emprego. O segundo é o capital em forma de ativos financeiros, que ao contrário do capital contábil, modifica seu valor. Ao se incluir os ativos de capital e sua valorização no mercado financeiro, percebe-se que há uma inter-relação entre os lucros passados, presentes e futuros. A constante modificação na avaliação do capital, conforme o lucro esperado e efetivo, ao determinar as condições de financiamento presente, afeta os planos de investimento.

A estrutura financeira refere-se à posse dos ativos de capital. Mas junto com os ativos de capital, herdamos as relações financeiras, representadas por uma complexa rede intertemporal. A valorização relativa do capital depende da realização do projeto de investimento e do lucro esperado. O lucro efetivamente obtido, ao modificar a valorização do capital, afeta as condições financeiras atuais, determinando o investimento e a atividade econômica agregada.

“Na teoria econômica padrão ativos de capital, representados por plantas produtivas e operadas por trabalhadores, rendem bens. Para simplificação os salários monetários são dados, de forma que os custos médio e marginal podem ser derivados em função do produto — os bens produzidos”.⁷ Essa concepção ignora a existência do mercado no qual os ativos financeiros, que representam capital produtivo, podem ser vendidos. Ignora também a imposição de condições que visam o cumprimento dos compromissos financeiros, a variação dos preços de capital devida ao desempenho (lucro ou prejuízo efetivamente obtido), os passivos assumidos pelas empresas e o impacto das condições financeiras sobre o fluxo de renda.

O empreendimento, que não consegue gerar lucro suficiente para o pagamento das exigibilidades financeiras, pode passar a valer menos. Mesmo o capital das empresas que obtiveram lucro compatível com o planejado sofre modificação de valor quando este lucro diferir do lucro médio. Este fato levanta a questão da medida da produtividade marginal do capital. “Na teoria econômica neoclássica o lucro equivale à produtividade marginal do capital vezes o capital quantificado. Na economia real a flutuação do emprego, da renda e dos lucros existe e não poderá ser explicada por mudanças na quantificação ou na produtividade do capital. Além disso, o conceito de capital quantificado é ambíguo: é questionável se poderá ser dado qualquer sentido ao conceito, independente dos lucros esperados e da taxa capitalizada de lucro. Não existe ambigüidade no preço com o qual o produto do investimento em bens de capital é contabilizado no estoque de capital, mas esse preço tem pouco ou mesmo nenhum significado na determinação do preço do item como ativo de capital.”⁸

Por outro lado, o mercado financeiro ao avaliar os ativos de capital, segundo os lucros obtidos pelas empresas representadas por seus ativos, modifica o valor relativo das várias formas de capital — representadas ou não no mercado financeiro —, as condições de crédito e, conseqüentemente, a decisão de investir. Este fato, desconsiderado na análise econômica convencional, é fundamental na análise de Minsky.

Além da dupla avaliação do capital produtivo, tem-se a dupla posse e dupla maximização. As empresas produtivas têm a posse de seu capital, mas este mesmo capital — na forma de ativos financeiros, que servem de colaterais para as dívidas assumidas — é posse das instituições financeiras. Existem duas instituições que maximizam lucro sobre o mesmo capital produtivo. Uma que possui capital produtivo produz e vende bens; a outra possui ativos financeiros; os lucros dessa devem-se à produção de dívidas e sua venda. Não seria errado supor que, nesse arranjo, existe conflito de interesses que poderá resultar na limitação ou mesmo na frustração da maximização de uma das partes. A maximização sob hipótese de interesses conflitantes leva à pergunta: quem maximiza, ou quem maximiza mais e em que condições?

Nas economias capitalistas financeiramente desenvolvidas, com o passar do tempo, forma-se uma estrutura de dívida (passivos ou exigibilidades — *liability structure*) tal que o fluxo de renda das empresas não permite a validação de suas operações financeiras. Seguem dificuldades na obtenção de crédito — novo financiamento só é possível se o do passado for validado pelos lucros presentes —, necessidade de venda generalizada de ativos, queda no seu preço e crise financeira. A estrutura de dívidas, formada no decorrer do ciclo, torna a economia financeiramente instável, propensa a crises financeiras. Com estas observações fica claro que a compreensão do funcionamento da economia só é possível com o avanço no estudo da geração e da alocação dos lucros, na dinâmica do mercado financeiro e na formação da estrutura de dívidas.

Segundo Minsky, há uma inadequação fundamental no enfoque da análise econômica, porque enquanto a análise econômica está centrada na produção e no consumo de bens, como numa economia de subsistência, na perspectiva de Wall Street (na realidade) a economia está produzindo e alocando lucros e modificando o preço relativo do capital em função dos lucros obtidos. Como produtora de lucros, a economia consiste em balanços contábeis nos quais os ativos geram o fluxo de caixa e os pagamentos das exigibilidades financeiras. Por isso, a análise mais relevante será de como se produzem e dividem os lucros, esperados e efetivos, e as variáveis-chave são: o volume de lucros, sua alocação, o impacto da modificação do preço dos ativos sobre o investimento, a dimerisão das dívidas e a parcela dos lucros necessária para pagar os compromissos financeiros.

5. 4 TEMPO E CICLO ECONÔMICO

No tempo lógico do modelo de Equilíbrio Geral — expresso pelas letras t_1, t_2, \dots, t_n — não há mudanças nas variáveis relevantes para a análise. Os valores evoluem na mesma direção e numa razão constante (são homotéticas). Neste conceito de economia, a depressão severa não é uma das possibilidades teóricas. As crises e as depressões são explicadas enquanto resultado de erro humano, ou do mal funcionamento das instituições —relativamente de fácil correção. Como o modelo básico utilizado pelos monetaristas e keynesianos é o do Equilíbrio Geral, as explicações estão centradas em variáveis externas ao sistema. “A explicação monetarista da Grande Depressão afirma que esta foi resultado dos erros e das omissões do *Federal Reserve*. A teoria keynesiana sustenta que foi resultado do declínio das oportunidades de investimento exogenamente determinado, ou de um anterior e não explicado declínio do consumo...{Visto que} A instabilidade é anterior a algo, reconhecido hoje como política econômica e sob uma ampla variedade de instituições bancárias e financeiras”⁹, seria erro lógico culpar alguma força extra-sistema pela depressão.

A mera observação da atividade econômica no tempo calendário proporciona a visão de que o caminho do desenvolvimento econômico inclui o ciclo com suas fases. Assim, a teoria econômica terá que

oferecer uma explicação. Para o autor, as crises financeiras e a depressão que as seguem são parte do ciclo econômico e este — característica marcante da experiência econômica — inclui as seguintes fases: (1) Inflação em aceleração; (2) Crise financeira; (3) Brusca queda na renda; (4) Intervenção (automática e discricionária) do governo através de déficit fiscal e ações do banco central como emprestador de última instância; (5) Súbita interrupção da queda da renda; e (6) Expansão. A economia em expansão retorna ao estágio um.

O funcionamento normal da economia durante o ciclo leva a mudanças *cumulativas* nas relações financeiras que conduzem à instabilidade financeira. Durante o período de expansão prolongada e *boom* econômico, há modificação das características estruturais do sistema financeiro “no sentido de redução do domínio da estabilidade do sistema. Assim, após um período de expansão, um evento que não tem alcance ou duração fora do comum pode desencadear uma pronunciada reação financeira.”¹⁰ Somente quando a fragilidade financeira for instalada, um choque externo reunirá as condições para a precipitação da crise. Minsky denomina a ação desse choque de desordenamento (*displacement*). Na ausência de instabilidade financeira, os choques exógenos podem perturbar as relações econômicas normais, mas, decididamente, não têm poder de provocar uma crise financeira.

5. 5 A MOEDA E AS RELAÇÕES FINANCEIRAS

Para entender o funcionamento da economia, além da inclusão do tempo, é necessário integrar as relações financeiras na explicação do emprego, da renda e dos preços. Não é apenas a oferta monetária que se deve observar. Monetaristas e keynesianos vêem a moeda como uma variável exógena e a estrutura financeira, representada basicamente por moeda. Na teoria neoclássica a mudança na oferta monetária influenciará somente o nível de preços, deixando intocados os lucros. Esta teoria não apresenta explicação alguma para flutuações na taxa de lucro. Para os keynesianos a oferta monetária, ao influenciar a demanda agregada, afeta os lucros e, junto com eles, todas as outras variáveis do sistema.

Seguindo o padrão walrasiano, os teóricos, monetaristas e keynesianos incluem a moeda num esquema de equilíbrio já existente entre bens. Esta forma de incorporar a moeda faz com que pareça neutra. Minsky cita Malinvaud que introduz a moeda da seguinte forma: “Consideraremos uma economia com r bens ($n=1,2,3,...,r$), o último sendo a moeda.” E Arrow e Hahn: “Determinaremos a posição n para a moeda, que consideraremos como dívida de alguma agência fora do sistema, digamos do governo, que não paga juros...” Fica claro que a moeda desses teóricos não tem semelhança relevante com a moeda das economias capitalistas.¹¹ Este modo de incluir a moeda é próprio de economias baseadas em regime de trocas diretas. Hahn e Arrow, segundo Minsky, reconheceram ter violado a realidade na sua definição de moeda e se desculparam por ter explorado primitivas idéias monetaristas.

Para os teóricos que trabalham com a síntese neoclássica, a economia consiste em consumidores, produtores e um setor autônomo chamado governo. Bens, trabalho e dinheiro operam em dado período analisado independentemente do passado e do futuro. Para Minsky, cada item viola até a percepção daquilo que deveria ser estudado, explicado e compreendido.

Além do impacto a curto prazo, a oferta monetária afeta os diversos estágios da economia durante o ciclo. Por isso, para Minsky, “a moeda importa a maior parte do tempo, em alguns raros mas importantes momentos é tudo o que importa, mas, às vezes, não tem nenhuma importância”. A tarefa principal da teoria da moeda é explicar em que condições a moeda tem relevância, o processo através do qual a economia passa de um estado para o outro e como cada um deles pode ser induzido ou evitado.

A presença dos ativos de capital, de um mercado financeiro com seus instrumentos e instituições e da moeda significa que é preciso lidar com relações intertemporais, nas quais as decisões tomadas hoje dependem da realização daquelas tomadas no passado e as de hoje serão, provavelmente, modificadas no futuro.

Os momentos do tempo real são interconectados fundamentalmente pela incerteza. É importante frisar a diferença entre o risco e a incerteza. Risco é passível de cálculo probabilístico, enquanto a incerteza não o é. Quando o passado se torna presente sobrevém a constatação da diferença entre o lucro calculado para o projeto (no passado) e o que foi efetivamente obtido. Os compromissos financeiros assumidos no passado modificam o presente, provocando alterações nas decisões. Se o lucro que orientou a decisão de investir for menor do que a taxa de lucro efetivamente alcançada a empresa pode aumentar o seu investimento — além da quantia planejada no passado. E ao contrário. Como o passado e o futuro se encontram no presente, a ordem do tempo para várias decisões pode diferir daquela que determina o equilíbrio do sistema.

Por causa da ausência de incerteza o espaço financeiro na análise econômica padrão é concebido enquanto local de avaliação de projetos e o planejado coincide com o realizado. O mercado financeiro de Minsky é fundamentalmente um espaço de *confronto entre projetos e realizações*. É a divergência entre o esperado e o realizado na mobilização das grandezas patrimoniais e na variação dos valores envolvidos, que o indicam como local onde reina a incerteza. “Exatamente como não existe almoço grátis, não existe certeza com as coisas que envolvem o futuro. Cada investimento envolve o certo em troca do conjuntural no futuro... Pela própria natureza da incerteza, os resultados atuais provavelmente se desviarão substancialmente dos resultados antecipados.”¹² O lucro obtido, sendo maior ou menor do que o esperado, em vista dos valores patrimoniais envolvidos, gera conflito de interesses a ser resolvido no mercado financeiro. No mundo de completa previsibilidade — tal como no modelo da síntese neoclássica — não existem interesses conflitantes, as trocas são diretas: bens por bens. A moeda, que não reúne as condições de modificar o valor relativo dos bens, é apenas meio de troca. Ela funcionaria tão somente como um lubrificante do sistema.

No mercado financeiro real, como resultado da mobilização das grandezas patrimoniais, a moeda afeta os lucros, a valorização do capital e o investimento. Para Minsky, se a moeda tem poder de afetar a taxa de lucro — a variável estratégica no sistema — não poderá ser neutra. E também não poderia ser uma variável exógena.

“A moeda é criada na medida em que os bancos adquirem ativos e é destruída quando os devedores cumprem suas obrigações... O processo financeiro essencial da economia capitalista está centrado na maneira através da qual se financia o investimento.”¹³ Para entender a economia, seria importante examinar a técnica utilizada pelos bancos para financiar a posse de ativos de capital e a produção. Nesse esquema a “moeda é o produto final de arranjos financeiros”. Portanto, mais importante que a oferta monetária é a análise dos contratos de financiamento e do funcionamento dos bancos.

Os depósitos à vista, parte do estoque monetário, são passivos das empresas que os utilizam para financiar sua posição. Por outro lado, os ativos financeiros dos bancos são passivos de outras unidades operacionais. “Se observarmos atentamente através do véu financeiro do conjunto inter-relacionado de balanços financeiros, ficaria evidente que a oferta monetária da economia é como um vínculo que financia posições em ativos financeiros. Antes que se possa falar, com segurança, da maneira através da qual as mudanças na oferta monetária afetam a atividade econômica, é necessário penetrar no véu financeiro a fim de determinar como as mudanças na oferta monetária afetam as atividades em curso.”¹⁴

Os contratos financeiros são firmados com a previsão de um dado cenário. Aquele que toma o empréstimo deverá encontrar a renda suficiente para seu pagamento. Minsky chama esta renda de primária. Do lado do credor, existe a fonte secundária que é o ativo penhorado na transação. A receita esperada deve-se à participação do devedor no processo de criação e distribuição de renda. As fontes secundárias incluem o valor dos colaterais, eventuais empréstimos, ou rendas provenientes de venda de ativos. Se a renda do devedor não for suficiente para que ele possa enfrentar as exigências do empréstimo, existem duas possibilidades de sair da situação: tomar emprestado ou vender algum ativo. Quando houver redução da renda ou do preço dos ativos, o pagamento das dívidas torna-se incerto. O acesso ao financiamento é também incerto, pois não depende apenas da oferta monetária. Esta é a razão que indica a importância das condições de financiamento e de precificação dos ativos.

5. 6 O TEMPO E AS RELAÇÕES FINANCEIRAS

No arcabouço teórico de Minsky o tempo entra de várias formas. Os pagamentos efetuados hoje são compromissos assumidos no passado e as transações financeiras atuais envolvem pagamentos no futuro. Por isso o balanço contábil é o local que mostra o relacionamento entre passado, presente e futuro. Para a síntese neoclássica, o tempo existe apenas enquanto imaginação. Ao se fixarem as variáveis t_1, t_2, \dots, t_n , supõe-se que tudo permanecerá como antes, ou que uma ou outra variável mudará. É fácil reproduzir as condições presentes, deduzindo que se perpetuariam no futuro, mas cada pessoa que participou de projeções sabe que, dependendo das condições da economia, o resultado será válido para um dado período. O período de relevância da projeção varia. Com muita sorte, podem ser dois anos com pequenas modificações em variáveis importantes. Outra vez a projeção é válida somente por dois meses, no decorrer dos quais é necessário efetuar grandes e freqüentes modificações nas variáveis econômicas relevantes. Neste tempo o sistema é volátil. A volatilidade aparece em determinado tempo e espaço. Hoje, curiosamente, está presente em praticamente todos os espaços econômicos dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Não é razoável pensar que a maior parte das economias de um ou de dois continentes possa ser vítima de erros de política econômica por simples coincidência. Não há a mínima possibilidade estatística de concentração no tempo de administradores pouco ou mal preparados, assumindo o destino econômico de seus países. É evidente que o mundo apresenta hoje condições distintas daquelas vividas há dez, vinte e trinta anos atrás.

A tese de Minsky refere-se a essas condições. Para o autor, ao considerar o desempenho das economias no tempo, vê-se que as condições mudam, e em ciclos no mesmo sentido. As crises financeiras não são fruto de erro humano. O erro nas decisões, quer comuns ou de política macroeconômica, é normal em quaisquer termos — epistemológicos ou estatísticos. A capacidade de um erro de política macroeconômica causar o desenlace de uma crise financeira é decorrência de condições objetivas, presentes e atuantes. Uma vez existentes — Minsky chama-as de instabilidade financeira — a crise financeira pode ser devida até a decisões erradas. Mas somente no contexto de instabilidade financeira, as decisões de política econômica podem se transformar em crise financeira.

Capítulo 5

- ¹ Minsky, Hyman (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, p. 57.
- ² É necessária a distinção entre o capital financeiro e o capital físico (denominado ainda de capital produtivo). Há tempo a denominação capital referia-se apenas ao capital físico, atualmente a distinção é forçada pelo contexto, pois o termo capital ora designa capital físico, ora ativos financeiros.
- ³ Minsky, Hyman (1991). "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification" In Feldstein, Martin, ed. (1991) *The Risk of Economic Crises*, New York: NBER, p. 165.
- ⁴ Consideramos a expressão tempo histórico inadequada, pois está impregnada de significado ideológico. Minsky refere-se a tempo cronológico, que, às vezes, chama de gregoriano.
- ⁵ Minsky, Hyman (1982). "The financial-Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy". In Kindleberger and Laffargue eds. (1982). *Financial Crises Theory, History, and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, p. 13.
- ⁶ Idem, p. 13.
- ⁷ Idem, p. 18.
- ⁸ Minsky, Hyman. (1982a) *Can "it" Happen Again?* New York: M. E. Sharpe, Inc., 1982, p. 35.
- ⁹ Idem, p. 16.
- ¹⁰ Idem, p. 118.
- ¹¹ Minsky, Hyman (1982), op. cit., p. 17.
- ¹² Minsky, Hyman. (1982a), op. cit., p. 21.
- ¹³ Idem, p. 17.
- ¹⁴ Idem, p. 20.

CAPÍTULO 6

O ESTADO E A MOEDA REPRESENTAÇÃO

O capitalismo se caracteriza pela representação. A consolidação dos bancos nacionais no campo político coincide com a passagem do Estado absolutista para o representativo. A um Estado representativo corresponde um poder (representativo) sobre a moeda e uma moeda representação. O controle sobre a cunhagem de moeda, que caracteriza o Estado absolutista, no capitalismo é substituído por uma gestão conjunta da moeda, na qual o governo é representado por algum ou alguns bancos e a moeda mercadoria (ouro cunhado) é representada pelas notas bancárias.

O Estado passou a ser visto enquanto uma *ordenação jurídica* vigente sobre um *território* e um *povo* que nele reside. Estes três elementos marcam as dimensões do mercado nacional. O próprio mercado, espaço onde as forças de oferta e demanda se encontram para operar livremente, foi restrito às fronteiras do Estado. Apenas desta forma o Estado capitalista pôde ser identificado com um mercado nacional no qual se *busca e compartilha* a riqueza comum — *Commonwealth*. A riqueza comum, a ser compartilhada pela população, expressa-se, fundamentalmente, pela acumulação de capacidade produtiva e só a restrição da acumulação ao espaço nacional permite que se compartilhe a riqueza comum criada. O termo nacional — ligado ao Estado a partir das lutas da burguesia contra o absolutismo — é próprio ao capitalismo.

O mercado mundial unificado pelo uso de um ativo básico comum: o ouro — que servia em primeiro lugar enquanto medida de valor para outros ativos e, em segundo enquanto meio de pagamento — poderia ser visto como um mercado global. Nele o agente econômico detinha a *propriedade* e a *posse* de ouro, que era meio de pagamento globalmente aceito. Sua posse proporcionava-lhe facilidades de comércio exterior e mobilidade da riqueza entre os Estados.

A moeda representação — as notas bancárias — é decisiva para a consolidação do espaço nacional enquanto mercado interno e para o seu isolamento dos demais mercados, pois ela além de limitar a mobilidade de capital entre os Estados, permite o condicionamento do comércio exterior às necessidades nacionais. Através do uso da moeda representação a decisão do agente particular, movido pelas vantagens do comércio exterior, é subordinada às necessidades nacionais, isto é, a acumulação é restrita a um dado espaço econômico.

6.1 ANTES DO PADRÃO OURO

O ouro, além de meio de troca, expressava a própria riqueza. Pelo menos é assim que ficou estabelecido pela história econômica. Nesse sentido, todo e qualquer desenvolvimento econômico era tido como o acúmulo de metais preciosos. A história econômica mostra que os países que se desenvolveram a partir do século XVI tiveram um grande afluxo de ouro e prata, originários de outro canto do mundo, que não a Europa. A riqueza e a moeda, cujos conceitos se fundem, eram mais que exógenas, eram algo alienígenas.

Coube a David Hume em 1752¹, a explicação da dissociação entre riqueza e moeda (ou entre riqueza e ouro?). Naquela época a Inglaterra havia saído do mercantilismo e ingressado no capitalismo. A riqueza no capitalismo baseia-se na indústria, no comércio e no aperfeiçoamento dos produtos para venda no mercado interno. Para sustentar esta tese que contrariava as evidências, pois a maior parte das nações

européias ainda estava se enriquecendo através do fluxo de ouro, Hume começa a sua explicação dividindo os pensadores em superficiais e abstrusos.

Os primeiros são aqueles que ficam aquém da verdade e “nunca aceitam como justa qualquer coisa que esteja além das suas fracas concepções”². Os segundos são os que vão além da aparência. A sua simpatia recai sobre estes porque “pelo menos fazem sugestões e apontam dificuldades, as quais talvez lhes falte talento para resolver, mas que podem propiciar belas descobertas, quando tratadas por homens que tenham um modo de pensar mais justo”³.

Para convencer os pensadores superficiais que, ao contrário da sua percepção, a riqueza de uma nação não se baseia no acréscimo de seu estoque de ouro, mas no crescimento da indústria e do comércio, Hume recorre aos exemplos de Estados e reinos ricos e opulentos que, ao perderem seu comércio, indústria e população, perderam também o ouro, tornando-se pobres e miseráveis. Sua conclusão é que o ouro (enquanto meio de pagamento) é um meio. Enquanto meio, a atenção que deva merecer nos assuntos do Estado calcular-se-á na medida em que afeta o povo e as manufaturas da nação.

O legado de Hume no campo da moeda consiste em uma certeza e um enigma, assim mantidos até os dias atuais. A certeza: o dinheiro não é um dos objetos do comércio, mas apenas instrumento. “Não é uma das rodas do comércio: é óleo que torna mais suave e fácil o movimento das rodas... É evidente que a maior ou menor abundância de dinheiro não tem consequência alguma, já que os preços das mercadorias são sempre proporcionais à abundância do dinheiro”. O enigma: “Há sempre um intervalo antes que as coisas se ajustem à nova situação e este intervalo é tão pernicioso à indústria quando diminuem o ouro e a prata, quanto lhe é vantajoso quando aumentam estes metais”⁴.

A inclusão da moeda — enquanto lubrificante de trocas — não apresentou obstáculos teóricos, pois as economias de escambo apresentam altos custos transacionais. O uso da moeda reduz o custo das transações elevando a eficiência das trocas e, conseqüentemente, a eficiência do próprio sistema. É a economia das trocas diretas melhorada de Adam Smith, ou são as atuais vantagens das estruturas transacionais monetizadas⁵. Entretanto, num sistema econômico que visa a produção de bens destinada à satisfação das necessidades de consumo dos agentes, o meio de troca é um meio e não um fim. A qualidade de meio (da moeda) determina sua neutralidade, o que quer dizer que a moeda (enquanto meio de pagamento) não reúne as condições para modificar a alocação dos recursos produtivos.

Não reúne, em termos, pois como enfatizou Hume, existe o intervalo “antes que as coisas se ajustem à nova situação” no qual a moeda não afeta somente o nível geral de preços, mas provoca alterações na atividade econômica agregada, perdendo, portanto, sua neutralidade.

A aceitação da não neutralidade da moeda a curto prazo — a denominação atual do enigma de Hume — levanta dois problemas interdependentes extremamente difíceis. Um é quanto ao prazo ou ao tempo no qual a moeda afeta as variáveis reais. Aqui se entra num impasse, pois o longo prazo — quando a moeda se torna neutra — é, logicamente, uma sucessão de curtos prazos nos quais a moeda não é neutra.

Outro problema é encontrar o mecanismo através do qual a moeda influencia as variáveis reais. A característica marcante — ou a realidade sensível — do intervalo anterior ao ajuste é a modificação do nível geral de preços. A mudança do nível geral de preços, que emerge enquanto fundamental indicador das perturbações na atividade econômica, desde o tempo de Hume deve-se às alterações na quantidade de moeda. Entretanto, se a moeda afetasse apenas o nível geral de preços continuaria sendo neutra e este fato faz considerar a necessidade de alteração dos preços relativos.

Na primeira tentativa de se encontrar a razão da não neutralidade a curto prazo, abandona-se a moeda enquanto meio de pagamento, em favor de sua função de reserva de valor. Note-se que o raciocínio é o contrário daquele que Hume utilizou. Na presença da moeda mercadoria a tarefa, aparentemente, não é difícil. Os agentes econômicos retirariam seu ouro de circulação, entesourando-o, e formariam estoques ociosos de moeda. Em situação contrária, desentesourariam. Restou para a análise econômica a explicação da motivação. Simplificando os argumentos mais freqüentes, chega-se à conclusão de que entesourariam frente a uma conjuntura desfavorável e desentesourariam quando as condições da atividade econômica se tornassem favoráveis.

Mais um argumento falso é dado pela hipótese da retenção individual de ouro. Desde o início do capitalismo o ouro foi sendo devidamente recolhido nos bancos e mais precisamente nos bancos centrais e o uso da moeda ouro enquanto meio circulante era marginal. O aumento das reservas dos bancos verificado ao redor de crises confirma que mesmo esta moeda marginal era alocada para os cofres dos bancos. Ou seja, a retenção de ouro era institucional.

Paralelamente à modificação dos estoques de metais, tenta-se a mudança da velocidade de circulação da moeda. Contudo, sua variabilidade torna a fundamental equação da Teoria Quantitativa da Moeda um truismo. De fato: $MV = PQ$, com V variável, qualquer quantidade de moeda satisfaria a equação. Pior ainda, a própria moeda não seria essencial, o que contraria os fatos. Assim, a variação excessiva da velocidade de circulação da moeda é deixada para os momentos de crise financeira. No resto do tempo, (V) é relativamente estável.

A inclusão do crédito, ao lado da moeda mercadoria, torna estes problemas mais complexos ainda. Mas a passagem da moeda mercadoria para a moeda crédito caracteriza a transição do mercantilismo para o capitalismo. Pode-se afirmar, sem receio, que não existe capitalismo sem sistema de crédito. O que distingue o capitalismo não é o uso da moeda enquanto meio de pagamento, mas a presença de um sistema de crédito institucionalizado. O incômodo, pelo contraste que insinuamos, provém da falta de uma diferença substancial na teoria, pois os benefícios do papel-moeda e do crédito para a teoria econômica são comparáveis àqueles obtidos na introdução da moeda nas trocas diretas: por reduzirem os custos das trocas, elevariam a eficiência do sistema. E o sistema financeiro deveria sua importância a esta substituição.

O fenômeno da crise financeira é impensável em economias que funcionam apenas com meios de pagamento. Suas origens devem ser procuradas na diferença que existe entre os meios de pagamento e o sistema de crédito. O capitalismo, desde seus primórdios, diferencia-se pela presença de um sistema de crédito, no qual os bancos constituem um conjunto de instituições interdependentes que criam meios de pagamento (ou crédito) *ex-nihilo* (sem poupança prévia). Sem poupança prévia, sim, mas não do nada.

Veremos como o crédito era criado na época de Hume: “Uma vez que um homem pode obter garantia quase ou total de sua riqueza e seu crédito bancário é equivalente a dinheiro vivo, um comerciante de certo modo transforma em dinheiro sua casa, a mobília de seu lar, as mercadorias de seu armazém, as dívidas externas a ele devidas, seus navios no mar; e pode, de vez em quando, *empregá-los em todos os pagamentos, como se fossem moeda corrente no país*”.⁶ Hume esclarece neste trecho que a base para a concessão de crédito e a riqueza em todas as suas formas (ativos reais).

Há de se supor que o volume de crédito concedido deverá guardar correspondência com a modificação dos preços destes ativos. As vantagens do crédito, segundo Hume, são dadas pelos empréstimos tomados somente no tempo em que o comerciante os considera necessários e pela *sustentação mútua que é uma garantia considerável contra as falências*.

6.2 CRÉDITO: REPRESENTAÇÃO DA REPRESENTAÇÃO

Após Hume, o ouro não mais expressava a riqueza, pelo menos para parte da população, mas para todos ainda fundamentava a emissão de notas bancárias e a concessão de crédito. Somente uma fantasia coletiva poderia explicar a percepção dos meios de pagamento e das relações contratuais de crédito enquanto ouro mantido nos bancos. Esta fantasia, entretanto, era firmemente calcada na real estrutura contratual, pois os contratos financeiros — que ligavam a atuação dos bancos à expressão dos meios de pagamento — estavam relacionados a um único ativo: o ouro. Este, por sinal, passava a concentrar-se cada vez mais nos cofres e com isso na esfera decisória dos bancos.

O meio circulante (as notas bancárias) para o público representava o ouro mantido nos bancos. Antes de apostar na fé em Deus, as notas traziam impressos seus preços de resgate em ouro. Havia,

portanto, contrato *explicito* entre bancos e depositantes. Com a aceitação geral do papel-moeda enquanto meio de pagamento, que se deu gradualmente, as notas bancárias passaram a não conter o valor de resgate impresso, mas o contrato se manteve: passou a ser implícito.

Além de representarem ouro, as notas bancárias serviam, pelo menos na imaginação, enquanto base para a concessão de crédito. E se o papel-moeda representava ouro, os meios de pagamento constituídos na maior parte por crédito, como exemplificaremos, poderiam ser vistos enquanto representação da representação.

Havia uma simbiose entre o governo e algum(ns) banco(s). Os bancos precisavam do poder regulador do Estado e este obtinha créditos. Os bancos principais⁷ ganhavam vários privilégios, entre os quais o mais relevante parece ser o de emissão de notas bancárias. O poder de imprimir moeda, válida em todo o território nacional e aceita e por todos, teria algum valor para o banco eleito se ele fosse gráfica e sobrevivesse através da prestação deste serviço. Não sendo este o caso, é necessário encontrar uma motivação mais forte.

Enquanto o ouro em espécie se concentrava nos cofres dos bancos principais, as notas bancárias, que começavam a contar com a garantia do governo⁸, eram utilizadas estritamente nos mercados nacionais. O controle do governo ou dos bancos sobre o ouro (cunhado ou não) não era absoluto. Havia a possibilidade de entesouramento interno via retenção de moeda manual (parte circulava enquanto ouro) ou aquisição de ouro (via lavra ou comércio exterior), assim como de saídas (fugas) de capital. Por isso em países com substancial mineração de ouro, havia severas leis de concessão de direito à extração do metal. Nos países com relevante abertura, o controle do ouro era feito via concessões para operar no comércio exterior. O rígido controle da posse de ouro devia-se ao fato de o metal ser imprescindível para o controle do sistema de crédito.

Com o ouro no cofre dos bancos principais e o papel-moeda no mercado há uma nítida separação entre os meios de pagamento interno e externo. Apenas os pagamentos internacionais eram efetuados em ouro, assim governos e bancos controlavam os movimentos de mercadorias e financeiros com o exterior. Quando o comércio exterior passou a utilizar-se maciçamente de crédito e as contas externas passaram a ser compensadas, o ouro servia exclusivamente para o pagamento de eventual déficit em conta internacional. A partir desse momento, pode-se pensar em estruturas de crédito externas e internas diferenciadas e no padrão ouro.

Somente com a utilização generalizada de papel-moeda e a centralização das operações com o exterior, adquiriu-se o controle efetivo sobre a moeda, abrindo campo para o exercício de política econômica.

6.3 HIERARQUIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS INTERNAS DE CRÉDITO E A CENTRALIZAÇÃO DAS OPERAÇÕES COM O EXTERIOR

Junto com a relativa separação dos meios de pagamento externo e interno, as estruturas internas de crédito eram hierarquizadas pela atuação de bancos com poder desigual. Esta desigualdade expressa-se na qualidade dos ativos dos bancos, de seus clientes e, sobretudo, em relação à proteção dos bancos em dificuldades, quando necessitam de socorro financeiro. Em momentos de dificuldades financeiras, quebravam-se as leis mas não os bancos principais.

Para exemplificar, recorreremos a algumas contas do Banco de Inglaterra, que já fazia na época papel de banco central e é tido como modelo de atuação até os dias atuais. Este banco foi fundado em 1694, com a promessa de levantar capital (ouro) de 1.200.000 libras que seriam emprestadas à coroa (Guilherme de Orange). O soberano em compensação autorizaria o banco a emitir notas no valor igual ao empréstimo obtido que circulariam enquanto meio de pagamento e serviriam de base para a concessão de crédito.

Entre o período de 1694 a 1869, diversos bancos que estavam emitindo suas próprias notas foram à falência, fortalecendo as do Banco de Inglaterra, a tal ponto que se tornaram, praticamente, o único meio circulante no país. Em 1844 este banco foi dividido em dois departamentos: *Issue Department* (o que hoje seria comparável a um banco central) e o *Banking Department*, que funcionava como banco comercial.

Banco de Inglaterra, 29 de Dezembro de 1869⁹

Issue Department

Notes issued	£ 33 288 640	Government Debt	11 015 100
		Other Securities	3 984 900
		Gold Coin and Bullion	18 288 640
	<hr/>		<hr/>
	£ 33 288 640		£33 288 640

Pode-se verificar que as notas bancárias — que o público considerava ouro mantido nos bancos — apresentavam lastro de 55% na data de publicação do balanço. O departamento bancário contabilizava, na mesma data, ativos (e passivos) de 44 891 613 libras esterlinas.

Banking Department

<i>Gold and Silver Coin</i>	907 982	<i>Public Deposits</i>	8 585 215
<i>Notes</i>	10 389 690	<i>Private Deposits</i>	18204 607
<i>Government Securities</i>	13 811 953	<i>Seven-day and other bills</i>	445 490
<i>Other Securities</i>	19 781 988		
		<i>Proprietors' Capital</i>	14 553 000
		<i>Rest</i>	3 103 301
	<hr/>		<hr/>
	£44 891 613		£44 891 613¹⁰

O passivo do banco comercial de Banco de Inglaterra já superava (em mais de duas vezes) o ouro mantido no cofre do banco central. Não temos dados sobre o total dos meios de pagamento no sistema financeiro inglês na época, mas em 31 de dezembro de 1872, três anos após este balanço, segundo Walter Bagehot¹¹, para os bancos *que publicavam balanços* os depósitos somavam 120.000.000 de libras esterlinas.¹²

Para analisar esse quadro, citaremos Bagehot:

“What then... is the amount of legal tender held by our bankers against their liabilities? The answer is remarkable, and is the key to our whole system. It may be broadly said that no bank in London or out of it holds any considerable sum in hard cash or legal tender (above what is wanted for its daily business) except the Banking Department of the Bank of England. That department had on the 29th day of December, 1869, liabilities as follows:

<i>Public Deposits</i>	8 585 000
<i>Private Deposits</i>	18 205 000
<i>Seven-days and other bills</i>	445 000
	<hr/>
Total	£ 27 235 000
and cash reserve of 11 297000£.” ¹³	

Moedas de ouro e prata constituíam 2,0% do passivo ou do ativo do banco e *Cash Reserve* (= *Gold and Silver Coin* mais *Notes*) 25,1%.

O esquema do principal banco emissor e de sua relativa independência em relação aos demais bancos apresenta vantagens e desvantagens. Entre as vantagens a principal é dada pela absorção de eventuais problemas financeiros por outros bancos. A queda de preço dos ativos, característica em períodos de crises financeiras, não afetava o banco principal com a mesma intensidade que os demais, uma vez que este banco contava com a maior parte do ouro no país, com clientes diferenciados, que possuíam maior patrimônio e melhor qualidade dos negócios. A vantagem crucial, contudo, consistia na proteção legal. Nas crises financeiras mais violentas, como já afirmamos, quebravam-se as leis mas não o banco. E essa prática é antiga, como podemos ver:

<i>"In</i>			
1847,	<i>the Banking Department was reduced to</i>	£	1,994,000
1857	" "		2,462,000
1866	" "		3,000,000

In fact, in none of those years could the Banking Department of the Bank of England have survived if the law had not been broken."¹⁴ Nessas circunstâncias, as leis, de fato, eram suspensas e não se fazia distinção entre os departamentos do banco.

A falência de outros bancos passava a ser vista enquanto má administração, isto porém, não afetava a credibilidade da moeda nacional, porque se considerava moeda apenas aquela emitida pelo Banco de Inglaterra. Estas são as vantagens, a principal não consistia em imprimir moeda, mas em manter poder de decisão sobre o principal ativo da nação, que era o ouro e estar praticamente a salvo de problemas financeiros.

As desvantagens referem-se a outros bancos e ao sistema econômico como um todo, porque em caso de problema financeiro as falências afetariam as empresas com boa ou até mesmo excelente saúde financeira e a recessão poderia ser maior do que àquela que se teria se estas empresas, ou seus bancos, fossem socorridos. As condições de socorro financeiro — os ativos a serem aceitos como colaterais para os empréstimos excepcionais — dependeriam da decisão dos administradores do banco com maior poder.

Em crise os bancos (e as empresas clientes) eram afetados, ou iam à falência, o que não significa que os banqueiros poderiam ter a mesma sorte. De novo a melhor explicação é a de Bagehot: *"Those who keep immense sums with a banker gain a convenience at the expense of a danger. They are liable to loose them if the bank fail(sic). As all other bankers keep their banking reserve at the Bank of England, they are liable to fail if its fails. They are dependent on the management of the Bank of England in a day of difficulty and at crisis."*¹⁵ Antes das crises os banqueiros, sentindo a real pressão (ou tendo informação privilegiada), aumentavam suas reservas pessoais em ouro, repassando-as, algumas vezes, para o banco central. A distinção entre pessoa jurídica e física também era suspensa em crise, o que dificultava o trabalho dos membros das Comissões Parlamentares de Inquérito (CPI), abertas após cada crise. A principal pergunta de uma CPI, na época, era por que os banqueiros haviam aumentado as reservas (dos bancos falidos) e/ou desviado o ouro. Esta é também a principal razão de se associar a crise financeira a fraudes. O que ninguém se perguntava era se a ausência desses desvios poderia ter evitado a ocorrência das crises financeiras. A nossa resposta é não, porque não são as fraudes que criam as crises, mas o contrário.

O lastro em ouro para todos os depósitos na economia inglesa, no século passado, pode ser estimado entre um décimo e um quinto do dinheiro existente naquele país. Como todos os clientes gostariam de converter os seus depósitos em *'hard cash'*, e apenas uma fração deles poderia ser atendida por razões óbvias, alguns arcavam inevitavelmente com a perda e aquele que podia evitá-la, sem dúvida, tomava essa providência.

Quanto à centralização das operações com o exterior, Bagehot explica: *"If a merchant have 10,000£. at his banker's, and wants to pay it to some one in Germany, he will not be able to pay it unless his banker can pay him, and the banker will not be able to pay if the bank of England should be in difficulties and can not produce his 'reserve'."*¹⁶

A centralização das operações com o exterior não permitia a fuga de ativos quanto à crise ou no mínimo a limitava. E a hierarquização dos bancos e a relativa independência do Banco de Inglaterra do

resto do sistema proporcionava condições para a absorção interna da crise e para a conservação da ‘credibilidade’ na moeda nacional.

6.4 PADRÃO OURO: CRISE CAMBIAL OU FINANCEIRA?

A expressão padrão ouro — que pressupõe a existência de, no mínimo, duas moedas: ouro e a moeda nacional e a mudança de valor entre elas — já indica em nível interno a supremacia do papel-moeda e do sistema de crédito sobre a moeda mercadoria e, em nível externo, o predomínio do crédito. Padrão ouro significa fixar o valor da moeda nacional em termos de ouro e, por consequência, em relação às outras moedas, também expressas em ouro. Note-se que a expressão padrão ouro denota que os problemas internos — a modificação do valor dos meios de pagamento em relação ao ouro — não serão transmitidos para as relações externas de crédito.

A diminuição do valor dos meios de pagamentos nacionais é normalmente relacionada a dois eventos: (1) redução do estoque de ouro e (2) aumento na dívida governamental. Recorreremos às contas do Banco de Inglaterra para exemplificar.

Issue Department

Notes issued	£ 33 288 640	Government Debt	11 015 100
		Other Securities	3 984 900
		Gold Coin and Bullion	18 288 640
	-----		-----
	£ 33 288 640		£ 33 288 640

“A perda de ouro, em primeiro lugar, tem efeito de decréscimo nos ativos do banco central.”¹⁷ Mas isto é um distúrbio financeiro: os ativos não correspondem aos passivos.¹⁸ Para manter a relação entre seus passivos e ativos, o banco central pode (1) diminuir a quantidade de notas — a base parcial para a concessão de crédito — (2) manter as notas, o que significaria (não sabemos bem porquê) desvalorizar a moeda e (3) manter em segredo a posição exata do banco, o que era feito com frequência.

A redução das notas, em primeiro lugar, reflete-se como queda nos ativos dos demais bancos. Os bancos comerciais restringirão imediatamente os empréstimos. Os agentes econômicos, na medida do possível, reterão a moeda manual que está em sua posse e demandarão mais. Os bancos pressionados por esta demanda tentarão aumentar as suas reservas. Nos países nos quais existem créditos sem prazo definido (os assim chamados ‘*call-loans*’), os clientes que contam com este tipo de empréstimo são chamados para liquidá-los.

Torna-se claro que não haverá renovação dos empréstimos na medida em que vencem. A redução do crédito pressiona as empresas. Aquelas que têm pequenas dívidas reduzem seus negócios. As mais endividadas, por não poderem contar com a rolagem de dívidas, aparecem como insolventes. Dependendo do montante do ajuste, pode ocorrer um, alguns, ou todos os eventos citados a seguir: liquidação de estoques de mercadorias, redução e cancelamento de pedidos às empresas produtivas, redução dos postos de trabalho, venda forçada de ativos com a consequente queda de seus preços, aumento das falências e deflação. A deflação redistribui renda e patrimônio de devedores para credores. Os devedores, na medida do possível, liquidam seus empréstimos e não contraem novos. Assiste-se à contração múltipla do crédito e da atividade econômica agregada. As falências provocam o aumento do risco do credor.

O ouro é um ativo real, cujo valor (ou rentabilidade) aumenta com a queda de preço dos demais ativos. Seguindo-se Friedman e Schwartz: “A relação entre os retornos sobre a riqueza mantida em forma de moeda e em forma de outros ativos depende, é claro, dos outros ativos considerados nesta relação.”¹⁹ Pode-se encontrar nesta passagem a principal fonte de demanda aquecida por ouro quanto à crise financeira. A expectativa de que haverá perda e a dedução natural de que alguém arcará com ela provoca a corrida aos bancos. Mas, visto que estes autores argumentam que o ouro dos bancos, em forma de reservas, aumenta, segue que a redução do montante da perda depende de poder.

Num sistema contratual fundamentado em ouro, a desvalorização da moeda nacional é feita em relação a este metal e, por conseqüência, em relação às outras moedas. Toda e qualquer desvalorização significa uma quebra dos contratos e uma perda real. Os agentes que corriam aos bancos, buscando a conversão de seus depósitos em ouro, tentavam proteger seu patrimônio. As perdas poderiam ser medidas com base nas taxas de desvalorização e na razão ouro/notas bancárias e ouro/depósitos. Eram absorvidas pelos detentores de papel-moeda e depósitos.

Qualquer modificação brusca ou substancial das relações no mercado financeiro leva a transferências de patrimônio injustas, do ponto de vista dos contratos financeiros vigentes. Nos dois casos que mencionamos, há agentes que arcam com a perda. As duas soluções são insatisfatórias, por isso o banco central oculta deliberadamente a posição de suas contas.

A confiança na moeda não depende apenas de seu valor presente, mas da perspectiva de sua variação, que por sua vez tem algo a ver com a lucratividade dos negócios. A redução substancial da rentabilidade dos negócios será percebida, em primeiro lugar, pelos banqueiros. Aumento na demanda por crédito acompanhado por aumento de devedores inadimplentes pode ser sinal para os banqueiros, que começam a exigir reforços de garantia e a reter o ‘seu’ ouro. Quando as dificuldades se tornam mais nítidas, agentes econômicos informados sobre a possibilidade de uma brusca modificação podem adotar um comportamento preventivo, indo aos bancos demandando a conversão de seus depósitos em ‘*hard cash*’. Não existe irracionalidade neste comportamento, os que conseguirem ser atendidos nas filas, eliminaram ou reduziram suas perdas particulares. Entretanto, a corrida aos bancos tem efeitos frustrantes. Primeiro, porque o ouro era insuficiente para atender todos os depositantes. Some-se a isso a informação privilegiada dos banqueiros que, diante de uma ameaça de crise financeira, transferiam o ouro para o banco central ou para outros cofres. É óbvio que o público em geral não seria atendido. Assim, apenas alguns poucos felizardos protegeriam seu patrimônio.

Em situações de crise, existem duas ou mesmo três moedas: ouro, papel-moeda e depósitos. Cada uma delas tem valorização diferenciada. As várias moedas permitiram a superação de graves crises financeiras do setor privado ou do Estado, através da tributação impessoal, implícita no processo de desvalorização. Esse mecanismo, contudo, abalava a confiança nos bancos e no sistema de crédito. Como no tempo de Gresham, a moeda má expulsaria a boa de circulação. Assim, não era somente o ouro que poderia não mais fluir para os bancos, mas a gestão monetária poderia escapar ao controle.

Por isso, a moeda era raramente desvalorizada e quando isso ocorria, havia necessidade de suspensão temporária das leis, elaboração e promulgação de regras de exceção, que são prerrogativas do Estado. A desvalorização da moeda nacional, via de regra, associava-se com guerras, que resultavam em profundos déficits fiscais. Nestes casos, suspendia-se a conversibilidade e, em situação de corrida, fechavam-se os bancos. Quando essas medidas mostravam-se débeis, o Estado ainda podia decretar ilegal a manutenção particular de ouro, prata e até jóias. Durante a crise decretava-se o poder liberatório das notas bancárias. Isto é, os credores não podiam exigir o cumprimento dos contratos de crédito em ouro, mesmo que esta cláusula havia contado nos contratos, deveriam aceitar as notas bancárias, independentemente do seu poder de compra (ou valor real em ouro). As dívidas reais do governo ou do setor privado, que estavam nas origens da crise, eram liquidadas ou substancialmente reduzidas, enquanto durava a suspensão. O governo e os bancos podiam, então, retomar o controle da moeda, retornando a paridade anterior à crise, ou anunciando uma nova paridade. Exemplos de volta à paridade anterior são a suspensão na Inglaterra em 1797 e 1819; e de nova paridade: Estados Unidos, em 1934, na Grande Depressão.

A centralização das operações com o exterior e a presença física do ouro nos bancos centrais serviam a dois objetivos: (1) absorver a perda que está na origem da crise financeira, limitando-a em nível nacional (evitar a fuga de ativos) e (2) proteger os principais bancos de perdas decorrentes da desvalorização do restante dos ativos. Os bancos passavam a não operar com ouro, mas mantinham uma reserva substancial do metal, que, às vezes, lhes permitia a realização de ganhos excepcionais. Sejam quais forem as origens da crise, as regras de exceção²⁰ garantiam a sobrevivência dos bancos, ou melhor, de parte deles. O poder sobre a moeda é, na verdade, controle sobre a parte que sofrerá desvalorização. E para que ele seja exercido, ontem ou hoje, a presença do Estado é imprescindível.

No padrão ouro a separação entre crise cambial e crise financeira não era nítida. Vejamos o que se passava. Como existia crédito internacional, os países credores podiam exigir os pagamentos dos saldos das contas internacionais pendentes em ouro, o que já era interrupção de crédito, que poderia precipitar a crise financeira nos países devedores.

A dificuldade em separar as duas crises vem de longa data. Um exemplo aconteceu com os integrantes das Comissões Parlamentares de Inquérito na Inglaterra, como é possível perceber no discurso de Henry Thornton em 1811, que se referia a *Bullion Committee*, que examinava a suspensão de conversibilidade a partir de 1797. “*The Right Honourable Gentleman over the way (Mr. Rose) had spoken of the balance of payments as having lately been peculiarly unfavourable to this country. A short time before the appointment of the Bullion Committee, the same Right Honourable Gentleman had stated in his place, from documents to which he only had then access, how uncommonly favourable the balance of trade appeared to be up to that time. He was right...*”²¹ Se afinal a situação era favorável, por que somente um integrante da comissão teve acesso à informação? Certamente, esperava-se a absorção interna dos problemas fiscais e a suspensão da convertibilidade servia para impedir a fuga de capital. Neste meio tempo os integrantes das comissões debatiam se a crise era ou não causada por pesadas perdas de ouro.

De fato, as mais severas crises financeiras são internacionais e envolvem os países financeiramente desenvolvidos ao mesmo tempo, tanto ontem quanto hoje. Na época do ouro, havia um consenso de que o país que perdesse suas reservas, iria inevitavelmente entrar em crise. Resta a pergunta: e aquele que ganhou o mesmo ouro, por que haveria de conviver com a mesma crise? Assim, não há razão que justifica a atribuição das crises à redução do estoque de ouro.

Com o abalo da confiança: nos bancos, diretamente responsabilizados pelas perdas patrimoniais; nos banqueiros, cujo senso moral e capacidade administrativa estavam sendo questionados; e nos governos, que outorgavam o monopólio de emissão de moeda e fixavam regras de exceção, as crises financeiras resultavam em entesouramento do ouro. Seguiam o padrão descrito por Friedman e Schwartz (1963) e Schwartz (1982). Com duas ressalvas: (1) o grosso do entesouramento era institucional (o individual era marginal) e (2) a perda de confiança não atingia a moeda mas as relações de crédito ou o sistema de crédito. O abalo das relações de crédito resultava na redução do volume de crédito e na redução da atividade da econômica agregada. Perdia-se parte do controle sobre a moeda, correndo-se o risco de perder por completo, era necessária a reconquista da credibilidade.

6.5 RECONQUISTA DA CREDIBILIDADE

Para reconquistar a credibilidade da moeda e dos bancos, o primeiro passo dado pelas autoridades da época era reconhecer os ‘culpados’ pela má administração financeira e atribuir-lhes responsabilidade e, em não raros casos, penalidades pelos procedimentos duvidosos que haviam praticado. Paralelamente, reformulavam-se as leis e as práticas bancárias, no sentido de oferecerem maior proteção aos depositantes. Inaugurada uma nova etapa, onde a crise estaria somente na memória, autoridades e público em geral acreditavam que as medidas criadas seriam suficientemente eficazes para evitar uma nova crise.

Entre 1811 e 1930, a Inglaterra organizou pelo menos cinco CPIs: *Bullion Committee*, 1811; *Parliamentary Committee*, 1832; *Common Select Committee of*, 1858; *Cunliffe Committee*, 1918; e *Macmillan Committee*, 1930.

Capítulo 6

- ¹ Hume, David (1777). *Escritos Sobre Economia*. São Paulo: Nova Cultural, 1986, Primeira edição inglesa, 1752, pp. 101 e 204.
- ² Idem, p. 185.
- ³ Idem, p. 185.
- ⁴ Idem, pp. 101 e 204.
- ⁵ Existe uma infinidade de trabalhos que abordam esta questão da mesma forma. Desde a *Riqueza das Nações* de Adam Smith até Starr. R. (1972) "Exchange in barter and monetary economies". *Quarterly Journal of Economics*, 86, 1972. O enfoque nos livros-texto é semelhante.
- ⁶ Hume, David (1777), *op. cit.*, p. 223 (grifo nosso).
- ⁷ A explicação é baseada no sistema financeiro inglês, que tem servido como exemplo para o estabelecimento e para a consolidação dos sistemas financeiros nos demais países.
- ⁸ A garantia às notas é condição para a sua aceitação e circulação. O Estado, através dos gestores da moeda, garante o valor do dinheiro. Considerada a garantia estatal a denominação mais adequada a moeda manual seria de notas governamentais e não de notas *bancárias*.
- ⁹ Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street*. London: Kegan, Trench, Trübner & Co. Ltd., 1904, Primeira edição, 1873, p. 24.
- ¹⁰ Idem, p.25. Observação. A fim de deixar as contas mais claras modificamos a sua ordem. O quadro original está publicado no livro *Lombard Street*.
- ¹¹ Bagehot, Walter (1873), *op. cit.*, p. 4.
- ¹² É bom notar que a menor parte dos bancos publicava balanços e segundo vários autores, entre os quais Bagehot, os balanços, quando publicados atendiam a regra de maquiagem (*window dressing*). Não bastasse isso, eram apresentados em dias alternados, o que dava possibilidade ao banco a tomar empréstimo dos outros bancos no dia da publicação do seu balanço.
- ¹³ Bagehot, Walter (1873), *op. cit.*, pp. 26-27. (grifo nosso).
- ¹⁴ Idem, p. 29. (grifo nosso).
- ¹⁵ Idem, p. 29. (grifo nosso).
- ¹⁶ Idem, p. 35.
- ¹⁷ Hawtrey, Ralph (1932) *The Art of Central Banking*. New York: Augustus M. Kelley, 1965, Primeira edição inglesa, 1932.
- ¹⁸ Invertemos os lugares dos passivos e dos ativos em relação aos originais.
- ¹⁹ Friedman, Milton and Anna Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States*. Princeton: Princeton University Press, p. 645.
- ²⁰ A suspensão de conversibilidade não era geral e irrestrita. Para se preservarem os cidadãos afluentes e as suas propriedades elaboravam-se leis específicas. Na Inglaterra, quantias superiores ao equivalente de 400 onças de ouro, podiam ser legalmente convertidas em ouro. Era um valor extremamente elevado para a época.
- ²¹ Thornton, Henry (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: Frank Cass and Co., 1962, Primeira edição de 1802, p. 343.

CAPÍTULO 7

DISTÚRBIO OU CRISE FINANCEIRA?

São muitas as discordâncias entre os teóricos na abordagem da crise financeira. Entretanto, subjacente a todos os enfoques, há um aspecto que os une: a crise financeira deve-se ao conflito desencadeado por uma perda certa ou eventual de direitos patrimoniais, que se expressa, se desenvolve e se soluciona no sistema financeiro. A conceituação de distúrbio¹ financeiro não suscita dúvidas. É a situação na qual os ativos de uma empresa não cobrem seus passivos. Na contabilidade, esse quadro é reconhecido como passivo descoberto.

Antes de avançarmos na questão, é preciso registrar que o conceito passivo descoberto só tem sentido na presença de financiamento indireto. Esta afirmação realça a diferença entre os dois tipos de financiamento: o direto — entre as próprias unidades econômicas (que não é objeto de nossa análise) — e o financiamento indireto que passa pela intermediação bancária. Para uma empresa financiada apenas por seus proprietários (ou seus credores diretos), e que trabalha num esquema de pagamentos e recebimentos no ato, os ativos sempre corresponderão aos passivos. Aceito isso, segue: (1) passivo descoberto refere-se à situação na qual são lesados os direitos de credores — pessoas que não assumiram diretamente o risco do empreendimento; e (2) o crédito, ou o financiamento indireto, envolve a avaliação de capital (ativos) das empresas e esta avaliação não é tão fácil e objetiva como a contabilidade pressupõe.

Ao afetar significativas unidades produtivas e/ou instituições financeiras de peso relativamente grande na economia nacional, o distúrbio pode se transformar em crise financeira pois a insolvência de grandes empresas poderá levar a insolvência de seu(s) banco(s) credor(es). Num sistema financeiro inter-relacionado a solvência de unidades significativas afeta a solvência do resto do sistema. O conhecimento da situação e a expectativa de falências transformam-se em apreensão dos agentes econômicos quanto a seus direitos patrimoniais, situação esta que pode levar ao pânico bancário.

O trecho do artigo “Real and Pseudo-financial Crises” de Anna Schwartz (1986), citado na seqüência, é um exemplo do significativo avanço empreendido pelos monetaristas no tratamento da crise financeira.

“The financial distress of certain firms became known to market participants, raising alarm as creditors became concerned about the value of their claims not only on those firms but also firms previously in sound conditions. Banks that were creditors of the firms in distress became targets of suspicion by their depositors. When monetary authorities failed to demonstrate readiness at the beginning of such a disturbance to meet all demand of sound debtors for loans and of depositor for cash, a financial crisis occurred. A financial crisis per contra could be averted by timely predictable signals to market participants of institutional readiness to make available an augmented supply of funds. The sources of the funds supplied might have been inflows from abroad — attracted by higher domestic than foreign interest rates — or emergency issues of domestic currency... In a few instances, orderly liquidation of the firms in distress, with a guarantee against loss by the liquidator, isolated the problem so that it did not spread to other firms and averted a financial crisis in this way.”²

É fácil verificar que o problema subjacente à crise, aquele que pode desencadeá-la, é patrimonial. Trata-se de solvência. Em segundo lugar, Schwartz refere-se a uma situação de fato, que não tem sido conhecida pelo público, em princípio. Somente quando chegar ao conhecimento dos participantes do mercado, o passivo descoberto de significativas unidades (empresas e bancos) reúne as condições de se tornar uma crise. O distúrbio só se transformará em crise, se houver falha do banco central em proteger o estoque monetário de um brusco e relativamente grande declínio.

Seguindo Schwartz, a insolvência dos bancos não é uma condição necessária nem suficiente para a transformação do distúrbio financeiro em crise financeira. A solução passa por um aumento da oferta de fundos (moeda), e/ou pela liquidação ordenada de empresas e/ou bancos com problemas patrimoniais — com garantia contra perdas. Conclui-se que a distinção entre a pseudocrise e a verdadeira crise financeira consiste na maneira pela qual se absorvem as perdas no sistema.

Em terceiro lugar a autora, não sem propósito, troca a expressão moeda ou dinheiro por “valor dos seus direitos”. A última expressão transmite mais fielmente o arranjo institucional vigente no mercado financeiro, espaço onde se negociam direitos e o dinheiro, como Minsky já havia notado, é o produto final destes arranjos.

A coincidência no tratamento da crise financeira e do distúrbio não é gratuita. A necessidade de distingui-los — que originou o trabalho de Anna Schwartz — indica que o que os separa é o alcance (quantidade) e a maneira de resolver o problema (quem e de que forma arcará com a perda). Por enquanto marcaremos o raciocínio: o distúrbio financeiro é um problema patrimonial que resultará em crise somente se existir *considerável* perda de direitos patrimoniais. Pequenas perdas são absorvidas sem muitos problemas. Como Hume havia enfatizado em 1752, o sistema de crédito proporciona considerável proteção contra as falências.

A posição dos adeptos da análise da informação assimétrica, no ponto que estamos abordando, é clara. Para eles os bancos são responsáveis pelo desempenho dos ativos — empréstimos e investimentos. O valor real do passivo bancário (a moeda em todas as suas definições: M1, M2, M3 ou L) é ligado a este desempenho.

Mas como se chega a uma perda substancial de direitos? Há duas maneiras de enfocar a crise financeira. A mais comum é tratá-la enquanto um evento pontual. Nesse contexto, suas causas encontram-se em acontecimentos extra-econômicos e pontuais tais como a eclosão de uma guerra, choques de oferta, a falência de uma instituição financeira ou mesmo de uma grande empresa devido à má gestão. A outra maneira de analisar a crise é enquanto um processo, que tem como sinalizador uma crescente e persistente acumulação de perdas patrimoniais que, ao serem explicitadas, podem resultar ou não em pânico bancário, porém, com certeza, constituem uma crise financeira. Estas duas maneiras não são exclusivas. Contudo, para os propósitos da ciência econômica o segundo caso é mais significativo.

Para Minsky, como já vimos, as crises financeiras podem ser a saída ‘normal’ do próprio funcionamento da economia monetária (melhor seria, creditícia). São o resultado de um endividamento excessivo das empresas. Excessivo em relação à capacidade do capital produtivo de gerar lucro compatível com o pagamento dos encargos financeiros. Esta situação compromete o investimento agregado, os salários, o emprego e o crescimento da economia. Sem se ater a uma interpretação literal, podemos ver a conceituação de Schwartz (1986) de pseudocrise referindo-se a uma situação final, enquanto a de Minsky (1978, 1982) como um *processo* de paulatinas mudanças que leva *muitas empresas* e, por conseguinte, alguns bancos, a apresentarem passivo descoberto.

A noção de passivo descoberto e sua relação com a crise financeira apresenta alguns problemas para a teoria econômica. O principal deles, como já enfatizamos repetidas vezes, é a falta de clareza na agregação dos patrimônios à moeda. Outro é que não há corrente teórica que explique a acumulação de perdas no sistema financeiro e, ainda menos, uma que determine em que patamar a crise financeira se desencadeará.

O aparecimento recorrente das crises financeiras nas economias desenvolvidas no passado e a simultaneidade com a qual o fenômeno teima em surgir atualmente nos países periféricos — e quem sabe também, nos desenvolvidos, como Japão, em 1995 — indicam que se pode estar diante de uma perda cumulativa de direitos patrimoniais. Para que esta se apresente como crise financeira é necessária uma massa crítica de perda de direitos, um evento extra-econômico, ou um arranjo destes elementos.

Estas questões mereceram e merecem vários estudos desde a publicação dos trabalhos de Minsky e, principalmente, desde que se considerou seriamente a possibilidade de eclosão de uma nova crise financeira de caráter internacional. A busca de respostas concentra-se na elucidação do funcionamento do sistema financeiro e na concessão de crédito. Para os adeptos da análise da informação assimétrica, como

já vimos, o ponto fundamental consiste no relacionamento dos bancos com as empresas, no esclarecimento de interesses mútuos ou particulares, imediatos e a longo prazo, de empresas e bancos quanto à concessão de crédito. Para Minsky seria importante a verificação do volume das dívidas e dos lucros. O que une as duas abordagens é a visão que a concessão de crédito envolve a avaliação da capacidade da empresa de gerar lucro.

Discutiremos em primeiro lugar por que e como empresas com passivo descoberto conseguem permanecer em operação e, na sequência, como é possível aumentar suas dívidas. Por último, analisaremos como a economia pode chegar ao pânico bancário ou à crise financeira.

7.1 CRÉDITO: DIVISOR DE ÁGUAS

O fato de uma empresa incorrer em passivo descoberto não significa que a economia sofrerá ameaça de crise financeira. O sistema bancário absorve bem problemas localizados — uma ou algumas falências são diluídas. Há, portanto, necessidade de uma massa crítica de falências. Mas como é possível iniciar e encobrir um processo de falências?

Ao se verificar a incapacidade da empresa em enfrentar suas obrigações financeiras, os bancos (e alguns parceiros comerciais) não suspendem o crédito imediatamente, pois na maioria das vezes trata-se de uma situação conjuntural. Supondo que a situação seja estrutural, esta sinaliza para um rol de conflito de interesses. O mais evidente e explorado na teoria econômica é o conflito na destinação de sua renda operacional. Neste caso, a totalidade da renda operacional, em geral, é destinada ao pagamento de compromissos financeiros. Evidentemente, a empresa passará por um processo de reengenharia que envolve a otimização dos seus recursos produtivos (disponíveis). Ela pára de investir, tornando-se menos competitiva, menos capaz de gerar rendas, distanciando-se rapidamente das demais empresas de seu ramo, que não passam por dificuldades financeiras. A presença de muitas (ou relevantes) empresas nesta situação sugere a redução no nível de investimento agregado.

Se os credores estiverem a par da situação, é de seu interesse não divulgar a virtual falência da empresa, justamente porque são seus credores. O incentivo do banco é duplo. Por um lado, eles mantêm como colaterais — explícita ou implicitamente — os ativos da empresa endividada; assim, ao anunciarem sua falência (ou mesmo dificuldades financeiras) provocariam queda no valor dos colaterais que fundamentam o empréstimo, podendo arcar com uma perda maior. Por outro lado, a explicitação de vultosas³ perdas na concessão de crédito reflete na redução da lucratividade do banco. A avaliação de seu desempenho e sua cotação em bolsa relaciona-se à sua sobrevivência, pois os bancos são empresas que vivem somente de crédito, captando recursos do público e se financiando no mercado interfinanceiro. A avaliação dos bancos é diretamente ligada à taxa de juros e o *'spread'* a ser cobrado deles enquanto devedores.

A explicitação de perdas solapará a credibilidade na administração bancária e poderá provocar retiradas de fundos — redução de credores e, no limite, corrida bancária. Para continuar operando com o volume anterior de recursos, o banco afetado terá de oferecer maiores taxas de juros para seus clientes, tornando-se mais vulnerável ou arriscado. Na ponta dos empréstimos, terá que conceder crédito a clientes com projetos de investimento mais arriscados, arcando com as consequências de uma seleção adversa de devedores. Estes são os *'incentivos'* que explicam o engajamento da administração bancária em atitudes de *moral hazard*.

Esta lógica do crédito é perversa. A(s) empresa(s) em dificuldades receberá(ão) crédito a uma taxa mais alta de juros (ou *'spread'*) do que as taxas médias vigentes no mercado, porque apresenta(m) maior risco. Sua dificuldade financeira aumenta e com ela as taxas de juros exigidas. Os bancos em dificuldades são obrigados pela situação a pagar maiores taxas de juros aos depositantes, porque só esta promessa atrai

credores e permite a continuidade de suas operações. Trata-se, evidentemente, de um círculo vicioso no qual a perda inicial pode se ampliar.

Esperamos ter explicado o incentivo dos bancos e das empresas em omitir (ou esconder) as dificuldades financeiras, justificado a partir do fato de que seu conhecimento tem o significado — através do custo de captação de recursos — de maiores dificuldades. Por isso, ao redor de crise financeira há nítida concentração de fraudes e outros elementos de práticas contábeis não aceitas, ou mesmo, criminais.

Crédito a empresas com passivo descoberto permite ganho de tempo, no qual a empresa pode eventualmente contornar a situação pré-falimentar. No caso de se recuperar, o banco estará efetuando um bom negócio e não perderá clientes. Este caso está fora do escopo de nossa análise, mas é a mais forte e razoável justificativa para a continuidade na concessão de crédito.

Os caminhos a serem tentados antes da falência são: reestruturação, reengenharia e, por último, fusões e/ou aquisições administradas pelos gestores das empresas em dificuldades ou promovidas, incentivadas e mesmo *forçadas* pelos bancos. Essas opções podem resolver os créditos incobráveis e atender aos interesses dos bancos. Somente com o esgotamento destes procedimentos, a empresa entra em falência. Mas, neste tempo o banco também pode adotar uma política preventiva, pedir um reforço de garantias e reorganizar seus ativos, de modo a se proteger contra o impacto da falência de devedores significativos na composição dos seus ativos.

O desempenho das empresas é constantemente avaliado, em cada momento que elas demandam crédito e os empréstimos são concedidos (ou negados) em função desta avaliação. Dificuldades na concessão de empréstimos, se conhecidas pelo público, têm o significado de queda no preço dos ativos da empresa, maior *spread* para novos empréstimos e trazem, como consequência, uma piora na situação operacional e financeira da empresa. O mecanismo é idêntico para os bancos.

A contabilidade é um sistema de diferimento que permite o encobrimento da situação patrimonial real, seja de banco, ou de empresa não financeira, por um período substancial de tempo. No caso dos bancos, eles conseguem encobrir créditos incobráveis e ainda contabilizar receitas. Chegam até a apresentar lucros e a distribuir dividendos sobre créditos notoriamente incobráveis. Nesses casos, a contabilidade apresenta certas peculiaridades. Ela permite o funcionamento dos bancos e uma cotação favorável de suas ações em bolsa, mesmo quando estão tecnicamente falidos. O mesmo ocorre com as empresas não financeiras. É suficiente existirem credores no mercado — depositantes atraídos por taxas mais altas de rendimentos, instituições financeiras no mercado interbancário nacional (credores institucionais) ou mesmo no mercado internacional — para garantir a continuidade do funcionamento das empresas com problemas patrimoniais.

Os bancos enfrentam diariamente problemas com devedores duvidosos e modificações nos valores dos colaterais. Estas instituições subsistem no limiar do distúrbio financeiro, situação que justifica, por um lado, a presença de um banco central e, por outro, explica parcialmente a razão da não-intervenção. No setor bancário — mesmo com toda boa vontade — é difícil separar entre uma questão conjuntural e uma estrutural, pois o que distingue a falência técnica da falência de fato é a concessão de crédito. A linha que separa a possibilidade da impossibilidade de recuperação é tênue e passa pela existência de um credor. Esta é a razão de denominarmos esta seção de “O crédito: divisor de águas”.

A explicitação da real situação patrimonial do banco — que ocorre quando o mercado credor considerar a instituição demasiadamente arriscada, quando existir uma redução geral do crédito ou choque econômico — reflete, imediatamente, como temor *justificado* de que não haverá condições de se atender às reivindicações de todos os clientes. Grifamos justificado para fazer distinção entre a colocação de Ricardo, já citada, segundo a qual foram os temores injustificados que provocaram a crise na Inglaterra, na ocasião, por ele analisada.

Torna-se claro que alguém arcará com a perda patrimonial, que é real. O pânico bancário deve-se ao funcionamento normal dessas instituições em que os primeiros na fila serão atendidos e evitarão a perda.⁴ O distúrbio de uma instituição financeira poderá ser solucionado antes de se transformar em crise. Para isso podem ser usados os mesmos expedientes válidos para as empresas comuns: reestruturação, reengenharia, redução das despesas e o conseqüente aumento de lucratividade. Caso não consiga

solucionar o problema, o banco, como qualquer outra empresa, poderá vender parte dos seus ativos. Por último, poderá seguir pelo caminho de fusão ou aquisição — e houver necessidade, incentivada ou forçada pelo banco central. O conhecimento do distúrbio de uma instituição financeira derruba o preço de mercado dos ativos das empresas por ela atendidas e dos seus próprios ativos, aumentando, assim, a lacuna patrimonial.

Esta seção foi baseada na visão dos adeptos da abordagem da informação assimétrica, parte dos quais se concentra na elucidação da concessão de crédito. O trabalho deles é extremamente valioso, porém não basta, *por enquanto*, para a explicação de um situação sistêmica, na qual uma parcela significativa das empresas estará nesta situação. Na visão destes economistas, a crise financeira se caracterizará por um aumento no 'spread' exigido por parte das empresas e, deduzimos, por um processo crescente de reestruturações, reengenharia, fusões e aquisições de empresas financeiras e não financeiras. Em suma, pelo que estamos presenciando nas décadas de 1980 e 1990.

7.2 ASSOCIAÇÃO DAS CRISES COM A ESPECULAÇÃO

A associação das crises com a especulação é empírica e as diversas tentativas de elaborar modelos que ligam as crises financeiras a especulação — como o modelo de Batchelor, apresentado no anexo dois deste trabalho — não abordam as crises financeiras internacionais e não integram a análise econômica padrão. Observações confirmam o escopo internacional das crises financeiras, mas a dinâmica de uma crise global e os mecanismos de transmissão internacional das flutuações cíclicas não estão claros.

Afirma-se que a primeira crise internacional significativa foi a de 1873. Segundo Kindleberger, esta crise emergiu na Áustria e Alemanha em maio daquele ano, e se expandiu para a Itália, Holanda e Bélgica, cruzou o Atlântico em setembro, para retornar, envolvendo a Inglaterra, França e Rússia.⁵ Kindleberger cita Carl Meyer von Rothschild, que após descrever o estado deplorável das bolsas de valores em todos os lugares, observou que o mundo havia virado apenas uma cidade. As crises financeiras em vários países no início da década de 1890, e a Depressão dos anos 30 seguem um padrão semelhante. Seguindo-se a definição da crise financeira clássica, vários países, entre os quais a Inglaterra, não conviveram com a corrida aos bancos.

O Banco Central inglês possuía conhecimento, técnica e poder para lidar com a forma clássica de manifestação das crises financeiras — a corrida bancária. Aumentando a taxa de juros, este banco atraía financiamento externo, solucionando os problemas internos. No início do século XX, quando a Inglaterra começou a perder relevância como centro econômico e financeiro mundial, e quando outros bancos centrais a exemplo do inglês aumentavam as taxas de juros, esta prática tornou-se contraprodutiva e, passado um tempo, a atenção dos economistas teóricos havia-se voltado para os nefastos efeitos internos do aumento deliberado das taxas de juros.

Na Inglaterra foi criado um ambiente institucional, que ao permitir a sustentação do capital dos bancos afetados e as liquidações ordenadas de empresas falidas ou ameaçadas por falência, através de uma infinidade de arranjos financeiros, havia eliminado a apresentação da crise financeira enquanto pânico bancário. Nas épocas de crise financeira, em outros países, como os anos 30, a Inglaterra vivia 'apenas' uma crise econômica. Keynes foi o primeiro a chamar a atenção sobre a relevância da taxa de juros para o nível de atividade econômica interna e de relacionar a depressão econômica com a especulação. Se a importância do estudo das crises financeiras reside na associação deste evento com a depressão, e se a capacidade de resolver a manifestação da crise enquanto pânico bancário não evita a depressão, o remédio à crise pode não ser mais relevante do que o tratamento dos sintomas de uma doença. Mais, ainda, o tempo no qual não houve crise financeira na Inglaterra foi exatamente o do declínio do Império Britânico, mas isso é nossa especulação.

7.2.1 KEYNES E A ESPECULAÇÃO

A aceitação da especulação traça uma linha divisória em análise econômica, pois o desvio de poupança para a especulação carrega a maior parte do fundamento da Teoria Geral.⁶ Começaremos com um paralelo entre Walras e Keynes. Para Walras: “O mecanismo da livre concorrência em matéria de troca e produção supõe a intervenção:

- 1) de um numerário, isto é, de uma mercadoria na qual são anunciados os preços das outras mercadorias;
- 2) de uma moeda de circulação;
- 3) de uma moeda de poupança, isto é, uma *mercadoria* na qual os capitalistas realizam o excedente de seu rendimento em relação a seu consumo e o emprestam aos empresários a título de capital fixo ou circulante.”⁷

O excedente é atrelado diretamente ao investimento. A poupança transformada incondicionalmente em investimento tem como resultado o aumento da riqueza social. No esquema walrasiano a taxa de juros, que remunera o excedente em relação ao consumo, espelha a taxa de lucro, mas o rendimento líquido do capital, no vocabulário de Walras, tem precedência pois a taxa de lucro determina a taxa de juros.

Keynes transporta as moedas walrasianas para o mercado monetário e divide a demanda monetária em duas partes:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

M_1 — é o montante de recursos líquidos destinado para transação e precaução; e

M_2 — é o montante que atende o motivo especulação.

A cada qual corresponde uma preferência pela liquidez:

L_1 é a liquidez correspondente aos motivos transação e precaução. Este tipo de demanda por moeda é função basicamente da renda — Y ; e

L_2 é atrelada à especulação.

A demanda por especulação depende da incerteza, a qual, por sua vez, expressa essencialmente a relação entre a taxa corrente de juros e a expectativa quanto à sua modificação. Em equilíbrio, a demanda monetária torna-se apenas função da renda. Desaparece a parte direita da equação, (a demanda por especulação, L_2), a poupança iguala-se ao investimento, e a teoria econômica volta à análise neoclássica.

Nada mudaria em relação à análise neoclássica, se não existisse L_2 . Ao introduzir a demanda especulativa por moeda, Keynes quebra a estreita inter-relação entre o lucro e remuneração da poupança. Assim, o excedente que em Walras fluía diretamente para o investimento agora exige condições para esta conversão. A taxa de juros — que na teoria neoclássica, independentemente do seu valor, ajustava a poupança ao investimento — em Keynes afeta a *eficiência marginal do capital*. Um aumento na taxa de juros reduz a eficiência marginal do capital e, em consequência, o nível do investimento agregado. A redução do investimento encarrega-se da subsequente diminuição na renda e na poupança adicional.

A taxa de juros, que era uma variável neutra para a análise econômica, por afetar o volume do investimento, e na sequência a renda, o consumo e a poupança, passa a ser relevante variável macroeconômica. Taxa de juros neutra, no caso, significa que seja qual fosse a taxa dos juros (3%, 5%, 20%), ela *não* afetava o equilíbrio — a poupança sempre se igualava ao investimento. A leitura de Morishima⁸ e de outros economistas teóricos é que o investimento teria sido flexível: existiriam amplas oportunidades para o investimento seja qual fosse a taxa de juros efetivamente praticada.

As principais mudanças em termos de análise econômica são:

- (1) a taxa de juros se determina no mercado monetário e pode subir como efeito da demanda aquecida por moeda para transações ou para os fins da especulação;
- (2) a poupança não é necessariamente transformada em investimento;
- (3) há dissociação entre os retornos de *capital*. Grifamos a palavra *capital* para chamar a atenção para a distinção necessária entre os capitais: produtivo e ativos financeiros. Somente com a diferença dos rendimentos esperados, a distinção entre os ‘capitais’ adquire sentido. Exige-se atenção sobre o preço e a rentabilidade dos ativos financeiros e reais.

Keynes explica:

“A poupança individual não favorece o investimento corrente à mesma medida que diminui o consumo atual... Portanto, se um ato de poupança nada faz para melhorar o rendimento provável, também em nada contribuirá para estimular o investimento. Além disso, para que um indivíduo que poupa possa atingir o seu fim, que é o de adquirir riqueza, não é necessário que um *novo* bem de capital seja produzido para satisfazê-lo {pois} cada ato de poupança implica transferência “forçada” inevitável de riqueza a quem poupa.”⁹

A concepção da poupança como parte da renda presente, inexoravelmente destinada ao acréscimo no investimento — o que a associava ao ‘jogo justo da produção quando todos esperam o lucro do investimento’ — termina na demanda especulativa por moeda. A L_2 , por sua vez, expressa ‘o propósito de obter *lucros por saber melhor que o mercado* o que trará o futuro’. A última frase de Keynes, por si só, é uma revolução na teoria econômica, entretanto o que interessa é o resultado dela, que é: a demanda monetária é instável, o investimento é instável, o capitalismo é instável.

A finalidade da demanda especulativa não é o entesouramento (a manutenção de dinheiro) mas a possibilidade de se obter um ‘lucro’. Mas o que é a especulação e que lucro é este? A especulação, como Keynes notou, é a: “Luta de esperteza {cujo} objetivo real secreto é *transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação...* (e) nem exige que haja idiotas no público para encher a pança dos profissionais: a partida pode ser jogada entre estes mesmos. Também não é necessário que alguns continuem acreditando, ingenuamente, que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo.

Trata-se, por assim dizer, de brincadeiras como o jogo do anel, a cabra-cega, as cadeiras musicais. É preciso passar o anel ao vizinho antes de o jogo acabar, agarrar o outro para ser por este substituído, encontrar uma cadeira vaga antes que a música pare... embora todos os participantes saibam que é a cabra cega que está dando as voltas a esmo ou que, *quando a música pára, alguém ficará sem assento.*”¹⁰

A demanda especulativa por moeda pressupõe, antes de tudo, o risco de perda devido à presença de moeda falsa, podre ou em depreciação. Para enfrentar o fato, os agentes econômicos dispõem de duas saídas: a primeira é entesourar. A motivação para entesourar decorre da relativa segurança que a moeda proporciona em relação ao risco de emprestá-la — é a ficção da moeda enquanto ativo seguro em tempos de turbulência. É o motivo que recebeu maior ênfase nos livros-texto. Temos forte objeção a esta colocação, decorrente da diferença entre moeda metálica e a bancária. A segurança que a posse da moeda proporciona existe somente para a moeda ouro, e assim mesmo, quando esta for mantida no bolso ou no cofre particular. Uma vez no sistema financeiro a moeda pertence à esfera decisória dos bancos e, como já vimos, a retenção de ouro também pertence a esta esfera e, por isso, se observa aumento nas reservas bancárias ao redor das crises financeiras. Levando-se em conta um estoque fixo de ouro (a curto prazo) na economia e seu aumento na contabilidade bancária — que se expressa enquanto aumento das reservas bancárias — é lógico que há redução do metal nas mãos dos agentes econômicos. Entretanto, apesar de ter merecido uma ênfase especial nos livros-texto, não é o entesouramento que torna a demanda monetária, o investimento e o capitalismo instáveis. A principal razão para L_2 é a especulação, como se pode ver na Teoria Geral:

“Há, além disso, outra razão pela preferência pela liquidez resultante da incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, desde que haja um *mercado organizado para negociar com débitos.* ...Aquele que divergir da opinião dominante, tal como ela se manifesta nas cotações do mercado, pode ter boas razões para conservar recursos líquidos com o fim *de realizar um lucro...*”¹¹

Razão mais forte para Keynes, a que justifica a demanda especulativa, é a realização de lucro *enquanto apropriação de riqueza presente*, em contraste com o lucro, enquanto *criação de riqueza social* (investimento em ativos físicos *novos*, como em Walras). É tão forte que estabelece a denominação da demanda monetária, que Keynes chamou de especulativa.

Incerteza em relação à modificação na taxa de juros implica em certeza de que haverá modificação na valorização do estoque de capital. A atividade especulativa consiste na previsão e no aproveitamento deste fato, existindo, portanto, inter-relação entre as poupanças acumuladas (riqueza social) e o destino do fluxo de poupança atual. A especulação exacerbada transforma-se em deficiência da demanda agregada, que é determinada basicamente pela redução no investimento. Esta é a maneira através da qual a especulação se torna importante para a teoria econômica.

E o lucro da especulação? A carga valorativa na denominação “especulador” deve ter sido a razão de Keynes (ele mesmo especulador muito bem-sucedido) para tratar o especulador como “investidor profissional” e ter igualado o investimento à especulação. Entretanto, Keynes, é claro, ao afirmar que a especulação refere-se à apuração de “grandes lucros *à custa de outros jogadores*”. Isto é apropriação de patrimônio, pois estes ‘lucros’ não têm a dimensão macroeconômica de aumento da capacidade produtiva (criação de riqueza social).

A transformação da especulação em atividade normal, exercida em um mercado perfeito e determinada pelo coeficiente particular de aversão ao risco — enfoque teórico que caracteriza a abordagem da carteira de títulos — transforma a demanda especulativa numa constante ou numa variável pouco relevante em relação à demanda monetária. A demanda monetária se livraria da L_2 , isto é, mesmo com especulação a demanda monetária será função estável da renda. Como corolário, incorporando a especulação, a análise econômica relevante volta a ser a neoclássica. Não estamos interessados neste caso, que já foi descrito por Keynes como a situação na qual os especuladores são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento e não causam dano ao investimento ou à atividade econômica agregada.

Muitos autores, entre os quais se destaca Kindleberger,¹² associam a eclosão das crises financeiras com a especulação, pois historicamente estes episódios, ‘quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo’, encontram-se ao redor das crises financeiras e das econômicas. Deduz-se que existem condições objetivas que transformam a especulação em atividade ‘lucrativa’, nas quais a atividade especulativa é, de fato, extremamente atraente. No caso de Keynes, a especulação é atraente ao redor das crises econômicas, mas o sentido desta relação não é claro: a especulação levaria à crise econômica ou seria o contrário?

A Inglaterra, segundo Badgehot, não sofreu uma crise financeira clássica desde 1873. Para Schwartz (1986), o período de tranquilidade financeira mais longo iniciou-se em 1866. De acordo com Moggridge,¹³ que discorda de Schwartz, como já vimos, os arranjos financeiros do Banco Central inglês não permitiram a *manifestação* da crise financeira enquanto corrida à moeda manual e falência súbita de bancos. Estes arranjos, contudo, não impediram, os seus efeitos danosos sobre a economia que se expressaram, como é possível ver pela obra de Keynes, como falta de investimento adicional (acumulação de capital) e a concentração de capital através de especulação bem-sucedida. Manteve-se, portanto, a *essência* de uma crise, que consiste em concentração do patrimônio presente e na recessão ou depressão econômicas.

O nosso objetivo é chamar a atenção sobre o fato de que a posse de moeda ou as relações no mercado financeiro encerram a possibilidade de apropriação do patrimônio. A probabilidade de crise financeira é estritamente ligada a dificuldades de avaliação do preço do capital (produtivo ou a sua representação em forma de ações), determinada por constantes modificações na taxa de juros esperadas ou reais. E a taxa de juros não tem relevância apenas sobre o investimento adicional, ela é fundamental para a avaliação do estoque de capital. Existe uma reciprocidade (ou interdeterminação) entre a avaliação do capital e a taxa de juros. Este fato foi considerado por Walras que, no entanto, se livrou dele para poder elaborar o esquema do equilíbrio geral.

O preço do capital é função da lucratividade \underline{e} da taxa de juros. O capital é constantemente reavaliado para os efeitos da concessão de crédito e esta avaliação determina, em última análise, o nível da

atividade econômica agregada. A teoria econômica não logrou, ainda, a elucidação da relação entre esses elementos e a oferta monetária.

A distinção entre Keynes e os seus antecessores está na função reserva de valor da moeda. É ela que permite a demanda especulativa, forçando a entrada da taxa de juros e a sua modificação provável, como variáveis relevantes para a análise econômica. Não concordamos com a função reserva de valor da moeda da forma como é colocada por Keynes, mesmo porque atualmente a própria idéia de moeda mercadoria não faz sentido algum.

A substância dos argumentos de Keynes permanece válida. O poder de comando que o dinheiro confere torna possível a troca injusta. A maximização de cada agente não leva necessariamente à maximização do produto e dos interesses sociais, o resultado da maximização efetivamente alcançada por parte dos agentes pode deixar a outra parte numa posição inferior de satisfação, de poder de troca e de patrimônio, mesmo que todos os agentes sejam racionais. No poder de troca ou no poder de comando, a primeira palavra é poder e a simples tentativa de especular, com o desvio de dinheiro, que representa para Keynes, pode levar a redução no investimento e na atividade econômica agregada, e, com certeza, modifica a posição patrimonial dos agentes econômicos.

Uma crise financeira, como veremos, é mais provável em determinados momentos do ciclo econômico, quando a redução da lucratividade e o excessivo endividamento estreitam a margem de manobra das empresas. Segue um aumento na volatilidade da taxa de juros, na volatilidade na avaliação de capital. Isso atinge o âmago do sistema financeiro, que reside na comparação entre os fluxos de renda esperados dos ativos ou das diversas formas da riqueza social. Torna-se extremamente difícil conceder crédito, pois a sua concessão, antes de ser função *somente* da oferta monetária, é função desta avaliação. Diminui a taxa de investimento. Aumenta a atividade especulativa e a taxa de falências de empresas e de bancos diminui a eficiência alocativa do sistema e aparecem várias externalidades.

Mais grave, entre elas, ao nosso ver, é a impossibilidade de ascensão. O capitalismo se fundamenta na *percepção* de possibilidade de ascensão econômica e social de todos, ou de grande parte da população. O efeito conjunto dos 'lucros espertos' e da concentração de patrimônio, evidenciada pela predominância cada vez maior de monopólios, a perda de pequenas empresas na sua fusão com as grandes, ou então na sua falência, corroem o tecido social. Começa o crescimento exponencial dos custos de proteção da propriedade, determinado pelo aumento da insatisfação social que pode assumir uma forma organizada ou não. Crescem os custos sociais com desempregados e com a segurança no seio do Estado, enquanto a sua receita tributária se reduz, por causa da redução do nível da atividade econômica.

Para finalizar, os arranjos financeiros dos bancos centrais e as liquidações ordenadas de empresas conseguem evitar a manifestação da crise financeira como pânico bancário, mas são incapazes de evitar os seus efeitos maléficos sobre a economia. A essência da crise financeira — que reside na virtual aniquilação de parte da capacidade produtiva, na queda do preço de outra parte e na extrema concentração da riqueza nacional (e internacional) — permanece.

Capítulo 7

- ¹ A palavra usada em inglês é *distress*.
- ² Schwartz Anna (1986). “Real and Pseudo-financial Crises”. In Capie and Wood, eds. (1986) *Financial Crises and the World Banking System*, New York: St. Martin’s Press, p. 21. (grifo nosso).
- ³ Em todos os casos trata-se de empresas grandes em relação ao ativo de um banco ou à capacidade do banco de emprestar. O tamanho da empresa é de extrema importância. Pequenas empresas, que não afetam a situação patrimonial de um banco, não são socorridas com a presteza que isso se dá quando se tratar de empresas grandes.
- ⁴ Veja Diamond, and Dybvig (1983) “Bank runs, liquidity, and deposit insurance”. *Journal of Political Economy*, 91, 1983, 401-419.
- ⁵ Veja Kindlebeger Charles P. (1989) *Manias, Panics and Crashes— A History of Financial Crises*. New York: Basic Books, 1989.
- ⁶ Veja, Chick, Victoria (1987) “Speculation, the rate of interest, and the rate of profit”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No.1, all 1987. p. xxx
- ⁷ Walras, Léon. (1874). *Compêndios dos Elementos de Economia Política Pura*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. p.181. (grifo nosso).
- ⁸ Veja, Morishima, M.(1989). *Ricardo's Economics*. London: Cambridge University Press.
- ⁹ Keynes John Maynard (1936). *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, Inflação e Deflação*. São Paulo: Nova Cultural, 1985 p. 150.
- ¹⁰ Idem, p. 114. (grifo nosso).
- ¹¹ Idem, p. 123, (grifo nosso).
- ¹² Veja Kindleberger, Charles (1989), *op. cit.*
- ¹³ Veja Moggridge D. E. (1986). Comment on Anna Schwartz’s Chapter”. In Capie and Wood, eds. (1986). *Financial Crises and the World Banking System*, New York: St. Martin Press.

DOIS EXEMPLOS

DE CRISE A CRISE:
AS ECONOMIAS NORTE-AMERICANA E JAPONESA

Tempo, local e os eventos específicos limitam os contornos da análise das crises financeiras. Os teóricos chegam a determinar até o dia em que a crise se instalou. Um bom exemplo é Anna Schwartz (1986). “A eclosão da crise financeira de 1866 pode ser atribuída ao colapso da firma Watson, Overend, Gurney & Company, e {...} As falências, notadas durante janeiro de 1866, foram seguidas por outras em março e abril {...} em 10 de maio Overend, Gurney caiu, o mercado balançou. O pânico eclodiu no dia seguinte. {1873} Começou em 9 de maio com profundo declínio nos preços da Viena Stock Exchange {que se alastrou} {...} A verdadeira crise financeira, centrada nos Estados Unidos, começou em 8 de setembro quando a New York Warehouse & Security Company {...} faliu. Cinco dias depois, Kenyon, Cox & Company, {...} também faliu.”¹

Óbvias num contexto específico, as crises financeiras contam com estudos limitados ao tempo de sua ocorrência e com observações quanto aos eventos extra-econômicos e pontuais que ‘as causaram’. A partir do advento dos bancos centrais, a discussão acadêmica superou os limites das falências específicas, centrando-se nos erros, nas omissões e nos equívocos dos gestores de política econômica e da moeda e no seu preparo técnico.

O nosso estudo empírico objetiva a inversão desta situação. Exame detalhado do comportamento das principais variáveis macroeconômicas — lucros, juros, moeda, endividamento, preço do capital e do trabalho — de duas economias líderes mostra que, apesar das profundas diferenças culturais, institucionais e de intervenção estatal, as especificidades destas economias são menos relevantes diante das semelhanças no comportamento destas variáveis-chave no tempo. Analisando um período substancial, tentaremos demonstrar que as condições que propiciam a ocorrência das crises financeiras compreendem a fase descendente do ciclo econômico: caracterizada por quedas paulatinas nas taxas de lucro e o relativo aumento da parcela da renda das empresas destinada ao pagamento de dívidas.

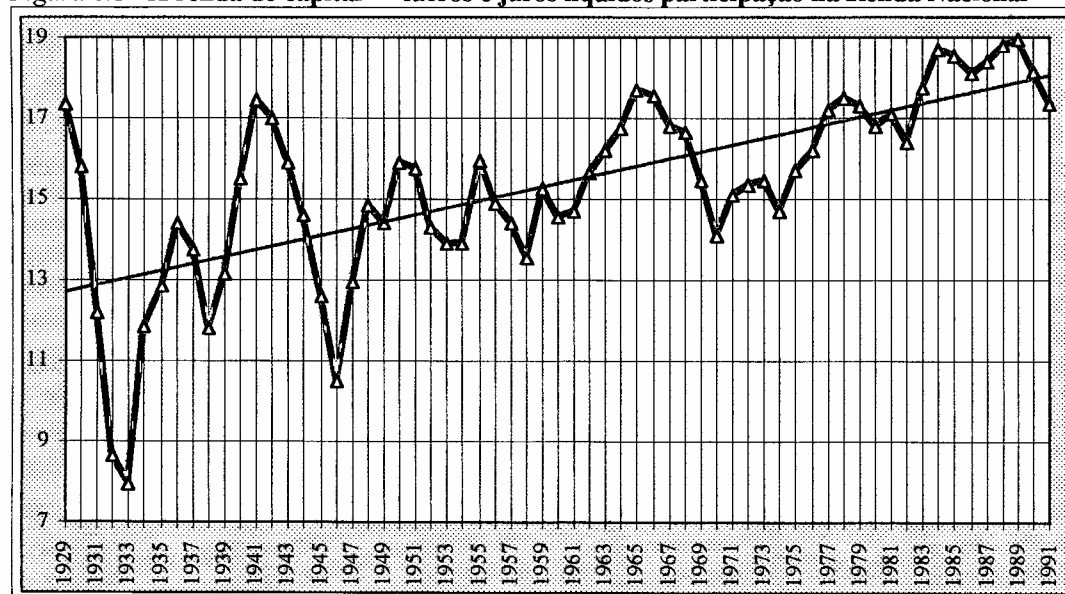
A formação de certa estrutura de dívidas, responsável pela interrupção da expansão do crédito, leva ao decréscimo tendencial na taxa de lucro e ao aumento relativo do peso das exigências legais relacionadas às dívidas. A paulatina, mas sistemática, deterioração das condições financeiras durante a fase descendente do ciclo econômico leva à fragilidade financeira que é a pré-condição para a emergência de uma crise financeira. Empiricamente, a propensão destas economias à crise financeira coincide com uma participação idêntica dos juros e dos lucros na renda nacional.

A fragilização das condições financeiras — fruto do funcionamento normal da economia — é passível de quantificação, o que demonstra a relevância do enfoque da instabilidade financeira: o único a abordar a crise financeira no contexto do ciclo econômico. Os resultados da nossa análise situam a crise financeira como o conteúdo latente da crise econômica, dando sentido ao título da tese.

¹Schwartz, Anna (1986). Trecho citado por extenso em capítulo 2 deste trabalho. (grifo nosso).

8.1 A PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL NA RENDA NACIONAL¹

Figura 8.1 A renda do capital — lucros e juros líquidos participação na Renda Nacional



— Lucros Corporate² + Juros Líquidos³/Renda Nacional

Fonte: U. S. Department of Commerce, BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-91 - Survey of Current Business*, BEA, July, 1992. Table 1.14 — National Income by Type of Income.

A figura 8.1 mostra a participação percentual conjunta dos lucros líquidos (antes do imposto de renda) e dos juros líquidos na renda nacional norte-americana. A participação do capital na renda nacional — ou a renda do capital —, que é medida da produtividade média do capital, reflete a eficiência dos gestores das empresas na administração dos recursos disponíveis.

O início da Grande Depressão destaca-se pela vertiginosa queda da renda do capital. De 1929 — quando a participação do capital ultrapassava 17% — até 1933 — quando decresceu para 8% —, foi o pior período na história econômica norte-americana. O declínio da produção industrial, do produto nacional e da taxa de emprego acompanhava a queda da renda do capital. Em 1933, o produto (em termos nominais) havia caído para mais da metade daquele verificado em 1929 e havia sido registrado o maior índice de desemprego na história econômica do país — 24,9%.⁴ Entre 1929 e 1933, praticamente a metade dos bancos norte-americanos havia falido.

A implantação do plano de recuperação econômica *New Deal*, em janeiro de 1934, é um marco nesse cenário. A mais contundente entre as suas medidas, em nossa opinião, foi a desvalorização do dólar em 40%. A desvalorização da moeda em relação ao ouro, principal ingrediente teórico das crises financeiras que, como já vimos, chegava a ser identificada com a própria crise, marcou o fim da crise financeira nos anos 30 (ou da sucessão de crises que assolava o país no período 1930-33). A partir de 1934, as falências bancárias cessaram.

A participação do capital na renda nacional de 8% em 1933 subiu para 12% no ano seguinte. Observa-se, portanto, maior recuperação da participação do capital durante o período em exame. Acompanhando esse movimento, o produto e a taxa de emprego começaram a subir. A economia norte-americana iniciava o caminho da recuperação. Um vigoroso crescimento e a solução definitiva para o alto índice de desemprego só foram constatados no pós-guerra.

Excluindo-se os anos da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial, a parcela média da renda do capital no período 1945-91 é de 15,91%, com tendência de crescimento.

Tabela 8.1 A renda do capital por decênios

ANO	% DA RENDA
1945-54	13,85
1955-64	15,19
1965-74	15,88
1975-84	17,05
1985-91	18,33

Lucros *Corporate* + Juros Líquidos/Renda

Fonte: U. S. Department of Commerce, BEA, NIPA

A média no período 1985-91, por exemplo, supera em mais de 3% a média de participação do decênio 1955-64. O ano de 1989 destaca-se pela maior participação de 18,95%. O excedente econômico — que no caso dos países desenvolvidos é composto basicamente pela soma dos lucros das corporações e dos juros líquidos — cresce e o seu comportamento não permite concluir que a economia norte-americana passava por dificuldades, financeiras ou reais nas últimas décadas. Se o investimento agregado acompanhasse o aumento de participação do excedente na renda, as taxas de investimento deveriam crescer na mesma razão. E, não havendo redução nas taxas de investimento agregado, não haverá motivo para uma crise — econômica ou financeira.

Como vimos no início deste trabalho, havia nos Estados Unidos uma preocupação crescente com o perigo de crises econômicas e financeiras que se somava à inquietação da redução das taxas do investimento agregado e a relativa perda de produtividade (e de competitividade). Essas inquietações estão em desacordo com a crescente participação do capital na renda nacional e esta é a razão prática para o exame separado do comportamento dos lucros e dos juros líquidos.

A razão prática completa a teórica que permeia as obras de Marx, Schumpeter e de muitos outros estudiosos para quais os juros são deduções dos lucros. Um exemplo mais recente é Minsky, que esclarece que enquanto o excedente econômico é o produto do estoque de capital social físico, há duas formas de apropriação (ou duas instituições envolvidas na sua apropriação): “*One owns capital assets and makes profits by producing and selling goods and services; the other owns financial assets and makes profit by producing and selling debts, both its own, which others hold, and others' which it holds*”.⁵ A soma dos lucros e dos juros líquidos durante um período (ano calendário) representa o total de ‘lucro’ disponível na economia, a sua apropriação obedece à seguinte divisão: lucros — a remuneração do capital na sua forma de máquinas e equipamentos e — de juros — a remuneração proveniente da ‘venda de dívidas’.

Minsky insiste que a análise econômica mais relevante deve ser aquela centrada na produção e divisão do lucro, pois há dupla posse e dupla maximização sobre o mesmo capital produtivo. Seguindo o enfoque de Minsky, examinaremos, na sequência, a participação dos lucros na renda nacional.

Observações:

- (1) Separamos a renda em remuneração do trabalho e do capital. A crescente participação do capital na renda nacional prova que não se pode atribuir à redução dos lucros (se houver) ao aumento relativo da remuneração do fator trabalho.
- (2) Como esclarecemos na nota 1, a disponibilidade dos dados não permite uma separação perfeita. Utilizamos a possível, mesmo que imperfeita, porque o nosso interesse está centrado na tendência a longo prazo e não nos valores exatos.
- (3) Muitos países não fornecem a separação entre lucros e juros em suas contabilidades nacionais, inclusive por orientação da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), com a justificativa de que, afinal, tudo é renda do capital.⁶ Ao contrário das afirmações de alguns economistas que não recomendam a subdivisão da renda do capital, a contabilidade nacional norte-americana a contempla. E, como tentamos demonstrar, ela é relevante para a análise do comportamento do investimento.

8.1.1 A PARCELA DOS LUCROS NA RENDA NACIONAL

"Times are good or bad according as the process of business yields an adequate or inadequate rate of profits."

Thorstein Veblen

A variável estratégica da economia capitalista continua sendo o lucro e não o excedente econômico. O lucro é o motivo para a produção e o investimento. Se o investimento determina o nível da atividade econômica agregada, o lucro esperado e efetivo deveria ser o responsável pela aceleração ou a desaceleração da taxa do investimento agregado. O ciclo econômico envolve uma fase de aceleração e outra de desaceleração na acumulação do capital, mas somente uma modificação na taxa de lucro pode levar a esses movimentos. Ou seja, apenas um aumento na taxa de lucro seria capaz de provocar aceleração na taxa de investimento e, ao contrário, apenas um decréscimo na lucratividade das plantas produtivas tem o poder de explicar as reduções nas taxas de investimento agregado. O comportamento dos lucros, portanto, é a variável-chave para a explicação do ciclo econômico.

Enquanto parte integrante da dinâmica das economias capitalistas, a crise econômica relaciona-se diretamente à *substancial* queda nas taxas de investimento líquido em relação à sua taxa tendencial de crescimento. Contudo, as fases descendentes do ciclo se caracterizam por quedas sistemáticas nas taxas de investimento líquido, e isso coloca a questão: qual é a tendência subjacente relevante?

Ao relacionarmos a taxa de lucro à de investimento esperamos verificar, em primeiro lugar, se existem taxas crescentes e decrescentes de lucro (enquanto nítidas tendências no tempo), e se elas fundamentam as modificações nas taxas de investimento líquido. Em segundo lugar, qual é a relação temporal entre lucros e juros líquidos e, em terceiro, qual a relevância da participação relativa de cada um para o investimento. É necessário esclarecer que, somente nas depressões, quando os lucros agregados se transformam em prejuízos, as empresas como um todo não conseguem repor a depreciação do investimento gasto na produção e, apenas durante as depressões mais severas, a taxa de investimento líquido pode tornar-se negativa.

Sensível redução no investimento líquido (a ser esperada se houver redução na taxa de lucro) identifica as crises econômicas e a pergunta seguinte é: o que une a crise econômica à crise financeira? Ou na perspectiva dos lucros, como eles lucros ou sua taxa estão ligados à crise financeira? Esta indagação permeia todo o trabalho, por isso responderemos por partes. Antes de tudo, a redução no volume agregado de lucros deverá indicar a redução *conjunta* (e quem sabe até na mesma proporção?) nas fontes de financiamento do investimento.

A diminuição no volume agregado de lucros aponta para a redução na principal fonte de recursos para o investimento: os lucros retidos. Se a massa de lucro declinar — *sem* redução no valor de capital físico (o estoque de máquinas e equipamentos) — pode-se deduzir que há redução na taxa de lucro *média* na economia, que compreende o resultado da conta: volume agregado de lucros dividido pelo valor agregado do estoque do capital. E mesmo na presença de ínfimas taxas de investimento líquido positivo, haverá aumento no estoque de capital social em relação ao período anterior. Assim, uma redução do volume agregado de lucro será um forte indicador de que existe redução na taxa *média* de lucro na economia.

Uma redução da massa de lucros em relação ao produto, sem a concomitante diminuição no volume total de crédito, leva à conclusão de que o endividamento *médio* das empresas está aumentando. Endividamento crescente das empresas — *em relação à sua capacidade de gerar lucro* — é o argumento que fundamenta a explicação das crises financeiras nos enfoques de Fisher e Minsky.

Dado o volume de endividamento global das empresas, uma elevação 'excessiva' na taxa de juros é mais um fator que aumenta a probabilidade de uma crise financeira. Se a taxa de juros aumentar, enquanto o volume de lucros diminuir, e este for um comportamento contínuo no tempo, a situação

acenará para crescentes dificuldades no pagamento das dívidas, com a ressalva: desde que o volume de empréstimos não se modifique de forma a absorver o impacto do aumento dos juros.

Os dois movimentos — aumento no endividamento relativo e na taxa de juros — não são independentes. Maiores dívidas, seja em relação à capacidade de gerar lucros, seja em relação ao patrimônio líquido das empresas através do risco do credor, resultam em maiores taxas de juros. Maior índice de endividamento relaciona-se a um *menor* dispêndio das empresas com o investimento e, a partir disso, com a redução na atividade econômica. No mercado de crédito, a capacidade das empresas avalia-se em função da geração de lucros. A redução do volume de lucros na economia deverá levar à redução do volume de crédito concedido, a segunda fonte de financiamento do investimento: o financiamento indireto. Seguiria uma redução do nível da atividade econômica que, por si só, sinaliza maiores dificuldades no pagamento dos encargos financeiros.

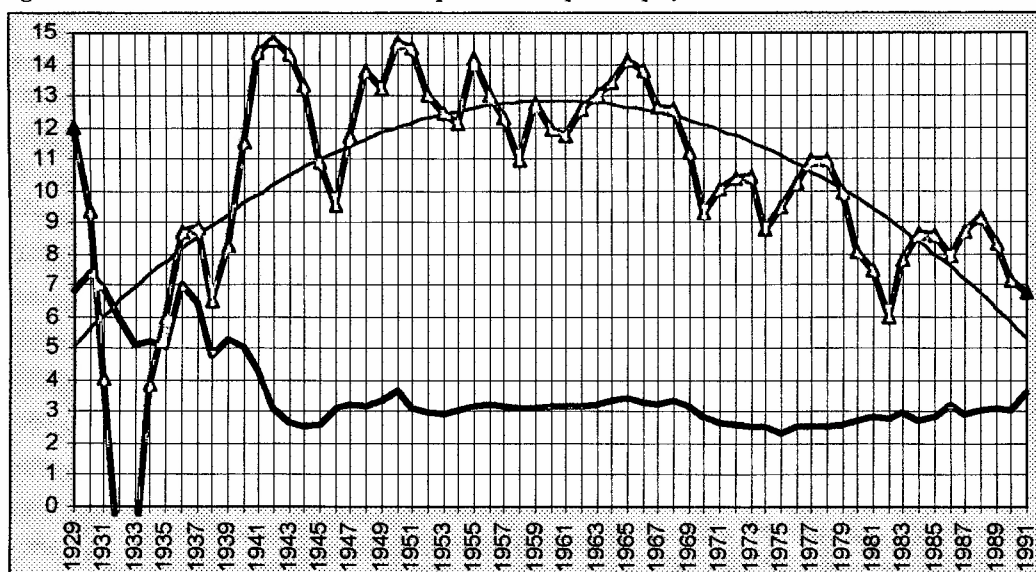
A derradeira causa da crise financeira reside na dificuldade de grande parte das empresas privadas (ou de um devedor de grande peso na economia, como o governo) de arcar com as obrigações contratuais assumidas no sistema de crédito. Se o volume agregado de lucros decrescer enquanto o volume de juros líquidos crescer ou permanecer constante, haverá aumento do peso das dívidas em relação ao produto.

A estimativa do volume total de crédito e da taxa média de juros apresenta sérias dificuldades de ordem prática. Para evitá-las, utilizaremos a participação percentual do volume de juros líquidos na renda nacional como *indicador* do peso relativo dos empréstimos indiretos na economia norte-americana.

A visão dos juros como dedução dos lucros leva à seguinte constatação: um crescimento sistemático nas exigências das dívidas tem, como consequência, a redução consistente no volume dos lucros e na taxa de lucro. Segue uma redução nas taxas de investimento, na atividade econômica agregada e maiores dificuldades no pagamento das dívidas. Esta é a dinâmica subjacente à hipótese da fragilidade financeira. Segundo Minsky, em algum ponto do ciclo econômico, isto é, em um dado tipo de distribuição relativa do excedente econômico entre os lucros e os juros, a economia tornar-se-á financeiramente frágil, sujeita a crises financeiras.

A fragilidade financeira crescente manifesta-se como instabilidade financeira, que se caracteriza através da ação dos gestores da moeda para evitar a manifestação de uma crise financeira. Na análise de Minsky, a instabilidade financeira transformar-se-á em crise econômica quando o declínio dos lucros for seguido por redução do investimento, da renda e dos salários. A modificação da participação dos lucros, em comparação com a modificação na participação dos juros líquidos na renda será a nossa ferramenta básica para avaliar a relevância empírica da hipótese da instabilidade financeira e para verificar de que maneira a crise financeira se relaciona com a crise econômica.

Figura 8. 2 Lucros e dividendos “Corporate” — participação na Renda Nacional



— Lucros Corporate (antes de impostos)/Renda, — Dividendos Distribuídos/Renda

Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-91 - Survey of Current Business*, BEA, July, 1992. Table 1.14 — National Income by Type of Income, Dividendos Distribuídos: Table 6.20. — Net Corporate Dividend Payments by Industry.

A crise econômica e financeira dos anos 30 expressa-se por uma brutal dos lucros na renda nacional. Utilizando a definição da depressão — como o período no qual os lucros agregados se transformam em prejuízos —, a rigor, apenas 1931 e 1932 podem ser enquadrados nesse perfil. A recuperação da economia norte-americana pode ser vista pela recomposição dos lucros que se inicia a partir de 1934. Entretanto, apenas ao redor de 1939-40 a participação dos lucros na renda voltou ao valor verificado em 1929. A economia necessitou de uma década para atingir os mesmos níveis anteriores à Grande Depressão.

Incluimos no gráfico os dividendos distribuídos, porque consideramos relevante a informação obtida pelo comportamento conjunto das duas variáveis, principalmente durante os anos 30. Os dois valores, lucros e dividendos, não guardam relação exata entre si, pois o conceito de lucro utilizado não é o de lucro líquido, enquanto os dividendos são os valores efetivamente distribuídos.

Em 1931 e 1932, os lucros foram substituídos por prejuízos. No conceito lucros líquidos⁷ foram apurados prejuízos de US\$ 137 milhões e US\$ 1 bilhão e 831 milhões, respectivamente. Apesar do vermelho, as empresas do setor doméstico distribuíram dividendos de US\$ 4,070 bilhões e em 1931 e de US\$ 2,578 bilhões em 1932⁸, que representavam 6,9% e 6% da renda nacional. São percentuais historicamente superiores à média de dividendos distribuídos no período 1929-91, que é de 3,6%.⁹ Ou seja, a transformação dos lucros agregados em prejuízos não foi obstáculo à distribuição de dividendos. Ao contrário, o decênio 1929-39 destaca-se pela *menor* participação dos lucros na renda nacional e, ao mesmo tempo, pelo *maior* índice de distribuição de dividendos durante o período em exame.

Deduz-se que as empresas foram atingidas de maneira bem diversa pela Grande Depressão. Enquanto muitas encerravam suas atividades, outras distribuíam parte dos fabulosos lucros realizados. Os felizes portadores de ações ‘muito especiais’ deveriam ter efetuado ótimos negócios na liquidação de ativos financeiros e reais, confirmando uma das características mais marcantes da crise financeira: a concentração do patrimônio nacional. Mais ainda, quando praticamente a metade dos bancos norte-americanos havia falido, o setor apresentou lucros. Pode-se imaginar quanto foi ganho pelos bancos bem-administrados que permaneceram em funcionamento? Estes dados, com certeza, merecem um estudo mais profundo.

Num paralelo com o desempenho do banco melhor administrado, o Banco de Inglaterra, verifica-se que, após a crise financeira de 1866, anunciavam-se bons lucros e distribuição de dividendos maiores que os do semestre anterior à crise. Naquela ocasião, foram registrados 14 milhões de libras esterlinas de capital à disposição para serem necessariamente investidas, “*in a variety of securities*” sem, no entanto, imaginar “*that our money is locked up and is not available for the purpose of making commercial advances*.”¹⁰ Para se ter idéia do que representava 14 milhões de libras, é interessante ver o balanço do Banco Central de Inglaterra de dezembro de 1869. O total de ouro na sua contabilidade situava-se em torno de 18 milhões de libras esterlinas. Na Depressão, a presença de lucros para o setor bancário indica, que os bancos bem-administrados, certamente, obtiveram um desempenho espetacular.

Voltando ao comportamento dos lucros nos Estados Unidos. No período 1929-91, a participação média dos lucros na renda foi de 10,2%. Quando se divide esse período por decênios, verifica-se que a média é muito variável. Atinge um mínimo de 5,6% entre 1929-38 e um máximo de 12,8% entre 1959-68. A partir de 1934 a participação dos lucros na renda é crescente, posicionando-se numa faixa entre 10% e 14%, no período 1940-68 (à exceção de 1946). Essa faixa de participação é abandonada, definitivamente, (à exceção de poucos anos) no início dos anos 70 e, nos últimos quinze anos, compreende uma faixa entre 6% e 10%. A menor participação ocorreu em 1982 (6%).

1982 é um ano marcante para a economia norte-americana, como se pode constatar na maior parte dos gráficos. Foi também para as economias dos países em desenvolvimento. Em agosto, o ministro das Finanças do México anunciou que o país não tinha condições de arcar com o pagamento de sua dívida externa, solicitando um empréstimo de emergência. Sua concessão, que teve como colateral o fornecimento de petróleo e outros itens não conhecidos pelo público, acalmou o temor de um colapso do sistema financeiro norte-americano, mas colocou os países endividados em rotas de ‘ajuste’. O que se chamou de crédito aos países em desenvolvimento, a partir de então, foi o financiamento dos juros e principal no vencimento, que solucionava os problemas dos bancos credores. Os bancos norte-americanos estavam carregados de créditos duvidosos; a falta de intervenção, sem dúvida, desembocaria em uma crise financeira norte-americana ou mesmo mundial.

A fim de sustentar a credibilidade dos ativos dos bancos credores ou de conseguir pagar os encargos das suas dívidas, os países endividados foram pressionados a fazer ajustes em suas políticas macroeconômicas. O ajuste compreende aumento nas exportações e redução nas importações. Um rápido aumento nas exportações pode ser obtido somente através da desvalorização da moeda.

Entretanto, a desvalorização tem impacto diferente para os dois lados envolvidos: para as economias desenvolvidas credoras representa redução do preço das matérias-primas importadas, conseqüentemente, redução nos custos de produção que pode contribuir para o aumento nos lucros. As dificuldades cambiais dos endividados expressam perda de mercados ou de demanda para as empresas dos países desenvolvidos que exportariam parte da sua produção, o que pode levar à redução da demanda agregada e dos lucros, enquanto a redução dos custos de produção devida às desvalorizações resulta em aumento dos lucros. O saldo do impacto, portanto, é desconhecido.

A desvalorização impõe perdas imediatas e reais aos detentores de ativos financeiros, por isso é o principal ingrediente das crises financeiras. A sustentação dos seus efeitos compreende uma redução dos meios de pagamento (ou no crédito interno), o que traz consigo um aumento da taxa de juros. Esses elementos completam o quadro das condições para a eclosão de uma crise financeira. O alto risco de sucessivas desvalorizações eleva a incerteza no sistema financeiro, os bancos aumentam o *spread* e os agentes econômicos tentam proteger seus patrimônios, o que resulta em fugas de capital e exige medidas mais drásticas, agravando os problemas cambiais.

A partir de 1982, os países endividados estagnaram e começaram a passar, um atrás do outro, por vários episódios que podem ser classificados como crise financeira. Apesar disso, o ajuste não se completou e as dívidas não foram pagas integralmente. No caso da ‘solução’ dos problemas das dívidas dos Países Menos Desenvolvidos, espelham-se as considerações da seção 2.7 deste trabalho (Crédito: divisor de águas). Os países endividados foram pressionados a agir como empresa e banco hipotéticos.

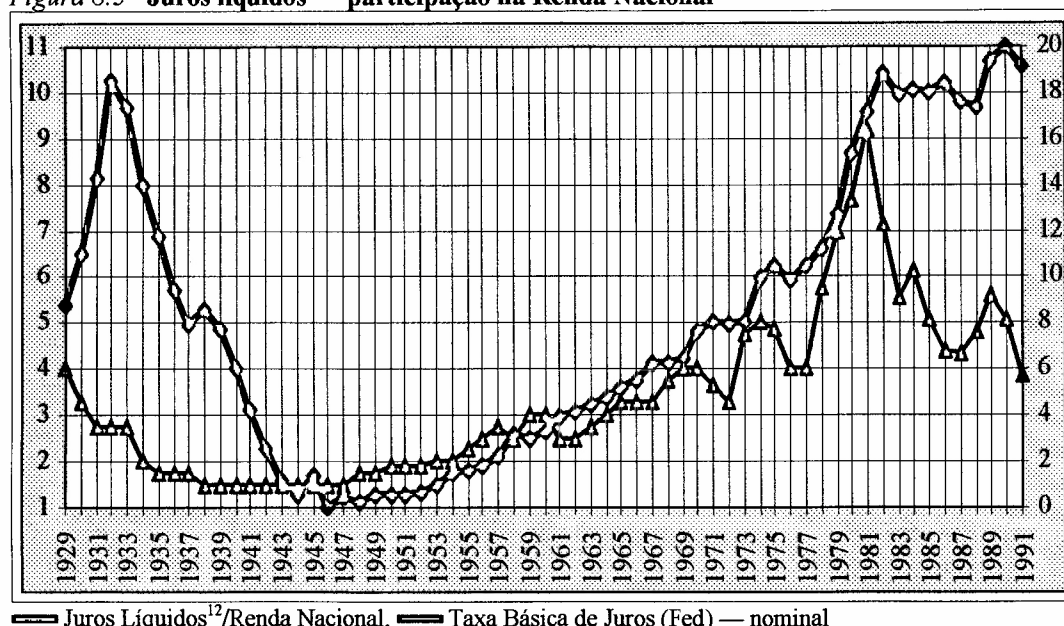
A interrupção do crédito aos países periféricos identifica-se empiricamente com o ponto de menor lucro das empresas norte-americanas no pós-guerra. Após 1982, como se verifica no gráfico, a participação dos lucros estabeleceu-se numa faixa entre 6% e 9%. Houve substancial crescimento do movimento de aquisições, fusões e incorporações e da atividade especulativa em geral e aumentou o endividamento externo dos Estados Unidos.

Entre as duas fontes de financiamento do investimento¹¹, a direta e a indireta, a primeira é fundamental e se relaciona com os lucros obtidos pelas empresas. Os dados do gráfico 8.1 demonstram que o volume agregado de lucro disponível para investir apresenta uma tendência decrescente a partir dos meados dos anos 60. Entre 1970 e 1994, sua participação na renda apresenta um patamar visivelmente mais baixo do que aquele que caracteriza o período 1940-65.

Durante o período em que se observou redução dos lucros, houve acréscimos no estoque de capital físico, o que intuitivamente leva à conclusão de que houve redução na *taxa de lucro*. Na análise da economia japonesa, onde há disponibilidade de dados sobre o preço de capital, podemos *quantificar* seu aumento e relacioná-lo com a queda na taxa média de lucro.

8.1.2 O COMPLEMENTO DA RENDA DO CAPITAL — OS JUROS LÍQUIDOS

Figura 8.3 Juros líquidos — participação na Renda Nacional



— Juros Líquidos¹²/Renda Nacional, — Taxa Básica de Juros (Fed) — nominal

Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States 1929-88*. 1989-91- *Survey of Current Business*, BEA, Vários números; Taxa de Juros¹³: *Historical Statistics, Colonial Times to 1970*, BEA, Table X 455. 1971-1991 *Federal Reserve Bulletin*. Vários Números.

O gráfico 8.3 ilustra a participação dos juros líquidos na renda nacional norte-americana. O eixo esquerdo representa os juros líquidos e o direito, a taxa *nominal* de juros. Como já enfatizado, o volume de juros pagos dependerá da massa dos empréstimos e da taxa média de juros nominais. Como a nossa medida envolve juros líquidos recebidos em termos de percentual da renda, na presença de deflação a taxa *real* de juros superará à nominal, como consequência, o volume dos juros pagos em relação à renda aumentará. Em presença de inflação, ocorre o contrário. A medida utilizada, portanto, retrata o valor das dívidas em produto ou o valor real das dívidas. A taxa de juros no gráfico não representa a taxa média de juros na economia norte-americana, menos, ainda, a taxa real. Utilizamos a taxa básica de desconto para os bancos (do Fed), que é nominal, apenas como referencial.

Em apenas três anos, de 1929 a 32, a participação dos juros na renda praticamente dobrou — mesmo havendo redução na taxa básica de juros e no volume do crédito. Esse comportamento explica-se pelo impacto da deflação, que ao aumentar a taxa nominal de juros, aumenta o valor real das dívidas. Nessa conjuntura o crédito torna-se extremamente caro e seu valor, que depende das taxas efetivas de deflação, torna-se incerto. A deflação afeta credores e devedores. Do lado do credor, há incerteza sobre o valor dos colaterais. *A redução do valor dos colaterais, ao reduzir o valor dos ativos bancários, abre lacuna patrimonial, tornando clara a dificuldade de sustentar o valor dos passivos.* Essa situação explicita uma crise financeira cuja causa imediata é a redução do preço dos ativos. O modelo de Batchelor, no anexo dois deste trabalho exemplifica esse tipo de crise financeira.

Do lado do tomador, há incerteza sobre o valor real da dívida no vencimento, que exprime um aumento no risco de não contar com recursos para honrar as dívidas no seu vencimento e de perder o próprio empreendimento. A incerteza nas relações de crédito explica boa parte da redução brutal do crédito na economia norte-americana, que ocorreu durante a Grande Depressão. Isso apesar do aumento

real na oferta monetária (M1). A situação deve ter sido muito traumática, porque mesmo quando a deflação cedeu (a partir de 1934), os agentes econômicos evitaram o crédito.

Tabela 8.2 Meios de pagamento, renda nacional e taxa básica de juros

ANO	HPM	MPP	DEP	POUP	TOTAL	TX. J	RENDA	JL/R%
J 1929	7,155	3,828	42,361	8,930	55,119	—	—	—
1929	6,978	3,800	42,067	8,983	54,850	6,00	85,3	5,39
1930	7,125	3,809	40,25	9,960	53,714	4,50	74,1	6,48
1931	7,735	4,604	32,735	10,574	47,913	3,50	59,0	8,14
1932	8,028	4,830	29,201	10,801	44,832	3,50	42,8	10,28
1933	8,028	4,839	25,968	10,738	41,545	3,50	40,2	9,70
1934	9,505	4,559	30,502	10,909	5970	2,00	49,0	7,96

J 1929 = janeiro de 1929; HPM: (*High-Powered Money*); MPP: Moeda em Poder do Público; DEP: Depósitos à Vista e a Prazo; POUP: Depósitos de Poupança; TOTAL: MPP + Depósitos + Poupança; TX. J = taxa de juros; JL/R: juros líquidos/renda.

Fonte: Meios de pagamento — Friedman e Schwartz, 1963, Appendices. Renda Nacional e juros líquidos: *National Income and Product Accounts of the United States 1929-88*; Taxa de juros: *Historical Statistics, Colonial Times to 1970*, BEA.

A tabela 8.2 ilustra a situação por volta dos anos 30. Todos os dados são referentes ao final de ano, somente em relação a 1929 incluímos o mês de janeiro. Em primeiro lugar, é fácil verificar que a redução substancial no total dos meios de pagamento foi devida à redução do crédito. A soma dos depósitos à vista e a prazo, de US\$ 42,067 bilhões em dezembro de 1929, passou para US\$ 25,968 bilhões em 1933 e essa situação não foi devida à redução da base monetária (HPM).

A taxa básica de desconto, de 6% ao ano em 1929, havia decrescido para 3,5% em 1931, patamar no qual se manteve até 1934, quando foi reduzida para 2%. Não obstante as reduções no volume dos empréstimos e na taxa de juros, a participação dos juros líquidos na renda de 5,39% em 1929 aumentou para 10,28% em 1932, decrescendo para 9,70% em 33. Esta situação exemplifica o aumento no valor real das dívidas e a transferência de patrimônio, implícitos na deflação.

De 1932 até 1945, há um forte decréscimo dos juros líquidos na renda devido à redução das taxas de juros e do volume de crédito. A taxa básica de juros caía para 1%, patamar no qual se manteve de 1938 até 1947. No decorrer desse período não houve deflação, mas os agentes econômicos evitavam o crédito.

Pode-se concluir que, ao redor das crises econômicas e financeiras, a política monetária perde a eficácia. A seguinte afirmação de Galbraith explana essa constatação: “Em 1928 e 1929, o Sistema Federal de Reserva não fora capaz de controlar o ‘boom’ por que passava a economia {...} Agora não tinha meios de combater a Depressão, pois os bancos não emprestavam e os tomadores não levantavam empréstimos. Numa metáfora que circulou nessa época, a política monetária era como uma mola. Você podia puxá-la, com resultados incalculáveis. Mas não era possível empurrá-la de qualquer maneira.”¹⁴

De 1945 a 49 a parcela dos juros na renda, de aproximadamente 1%, pode ser considerada insignificante. Ela demonstra o virtual aniquilamento dos empréstimos indiretos, forçando a conclusão de que as empresas que sobreviveram à Grande Depressão utilizaram os seus lucros para abandonar o mercado monetário enquanto devedoras e fortalecer o seu capital de giro próprio.

Entretanto, a acumulação acelerada de capital fixo ou a expansão vigorosa da capacidade produtiva, do produto e do emprego foi deixada para o pós-guerra, em que o crédito, o volume das dívidas e as taxas de juros começam a subir. Somente em 1969 a taxa de desconto alcançava 6%, igualando-se à vigente em 1929.

Consideramos significativa a informação que demonstra um galgar ininterrupto dos juros líquidos, a partir de 1949. Os dados revelam questões intrigantes. O aumento da participação dos juros líquidos na renda de 1945 até 1980 parece ter um movimento próprio. Mesmo quando a inflação subiu, acima do esperado no final dos anos 70, e alguns economistas discutiam o impacto das taxas negativas de juros sobre a demanda e a concessão de crédito, o volume de juros líquidos não indica a presença de taxas negativas de juros. A parcela dos juros líquidos na renda nem sequer deixou de subir.

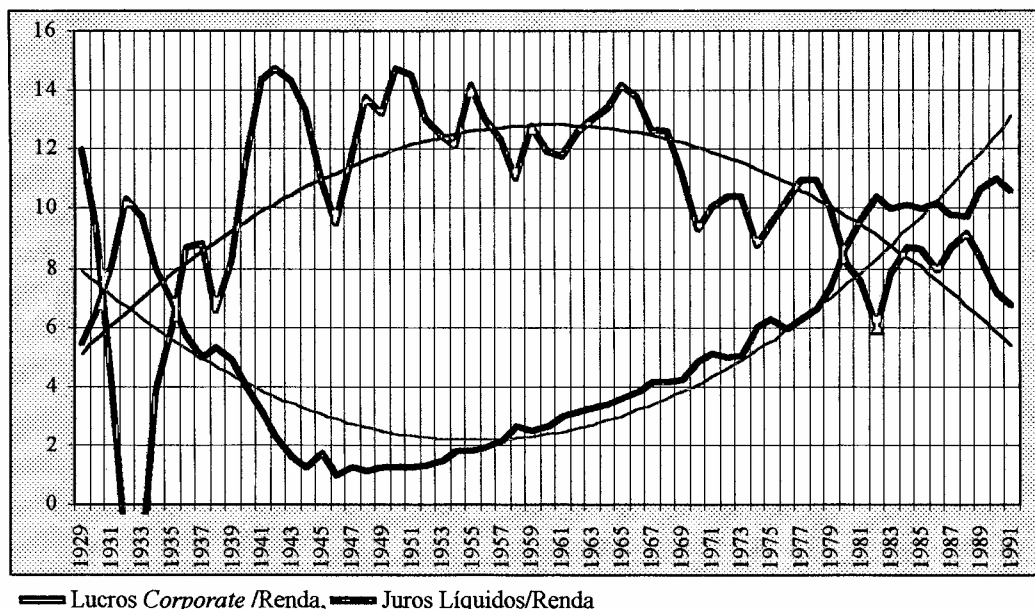
O período posterior aos meados dos anos 70 caracteriza-se pela semelhança da participação dos juros líquidos na renda em relação àquela verificada na Grande Depressão. 1982 destaca-se no gráfico 8.2 pela parcela dos juros que igualou à de 1932. Nesse período, a economia norte-americana passou a apresentar quadros de instabilidade financeira, forçando as autoridades monetárias a intervenções, cada vez mais nítidas e freqüentes. A intervenção, apesar de imprescindível para evitar a crise financeira, não permitiu o estabelecimento do reino da estabilidade econômica e financeira; nem logrou o restabelecimento de um ambiente econômico propício ao crescimento sustentado.

Enquanto a taxa básica de juros começou a decrescer a partir de 1981, a participação dos juros líquidos na renda praticamente estacionou de 1982 a 87, recomeçando a crescer e decrescendo levemente em 1991. O substancial decréscimo na taxa de juros, não acompanhado por redução concomitante na participação dos juros na renda, demonstra um *aumento significativo no volume das dívidas* — sem desconsiderar que parte desse aumento poderá ser devido ao aumento do *spread* exigido pelos bancos. Obviamente, o *spread*, por ser um percentual de *acrécimo* à taxa de juros básica, não pode ser responsável por grande parte dos acréscimos no volume de juros líquidos ou, então, pela falta de decréscimo no volume de juros líquidos que é esperado em função da redução substancial na taxa de juros básica.

Após 1982, a economia norte-americana, de principal credora líquida do mundo, transformou-se na maior devedora individual de capital de empréstimo. Somente o montante de “ativos líquidos do Japão, de menos de US\$ 30 bilhões no início de 1980, atingiu quase US\$ 328 bilhões em 1990 e já era superior a US\$ 600 bilhões em 1994”.¹⁵ Completando o trabalho das autoridades monetárias norte-americanas, os empréstimos externos talvez possam explicar por que não houve uma ‘verdadeira’ crise financeira naquele país.

8.1.3 LUCROS E JUROS LÍQUIDOS: UMA RELAÇÃO INTRIGANTE

Figura 8.4 Lucros e juros líquidos — participação na Renda Nacional



— Lucros Corporate /Renda, — Juros Líquidos/Renda

Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts* of the United States 1929-1988. 198-91- *Survey of Current Business*, BEA, July, 1992.

Uma simples observação revela que a tendência à queda de participação dos lucros na renda nas últimas duas décadas é amplamente compensada pela tendência de aumento na participação dos juros líquidos. O coeficiente de correlação para o comportamento das duas variáveis no período 1929-91 é de $(-0,76)$. Isto é, a correlação negativa entre elas é estatisticamente significativa.

Os lucros apresentam alterações bem mais significativas do que o movimento muito menos variável dos juros líquidos. Uma das explicações para esse comportamento consiste na observação de que os juros, como um elemento contratual, são pagos independentemente da obtenção de lucro. A renda proveniente dos ativos financeiros, por ter sido definida em contrato, é fixa, o que quer dizer que *independe* da geração de lucro.

Ao contrário, os lucros que representam a renda do capital físico — influenciada por problemas de choques de oferta ou de política econômica — são sujeitos a bruscas e substanciais oscilações. A renda das empresas que vivem da venda de bens e serviços depende do nível e das alterações na demanda agregada e se houver redução na demanda e nos lucros, a empresa tem três caminhos: tomar empréstimo maior, vender ativos ou ir à falência.

A crise financeira encontra-se no espaço teórico em que o lucro líquido (antes do pagamento de juros) de grande parte das empresas (ou de um devedor de peso excepcional) for insuficiente para o pagamento dos encargos das dívidas que são legalmente exigíveis. Uma redução dos lucros, como a que se observa a partir dos meados dos anos 60, quando confrontada com o firme aumento do peso das dívidas (1949-82), aponta para um rápido aumento da probabilidade de ocorrência de crise financeira. Lucros baixos e altas exigências das dívidas podem transformar os choques econômicos em ameaças à sobrevivência de muitas empresas.

O ano de 1980 é marcante, porque o volume dos juros líquidos supera o de lucros. A partir de então, a preocupação dos gestores da moeda e teóricos com a instabilidade financeira começa a crescer exponencialmente. Os dados espelham a evolução da distribuição do excedente econômico entre lucros e

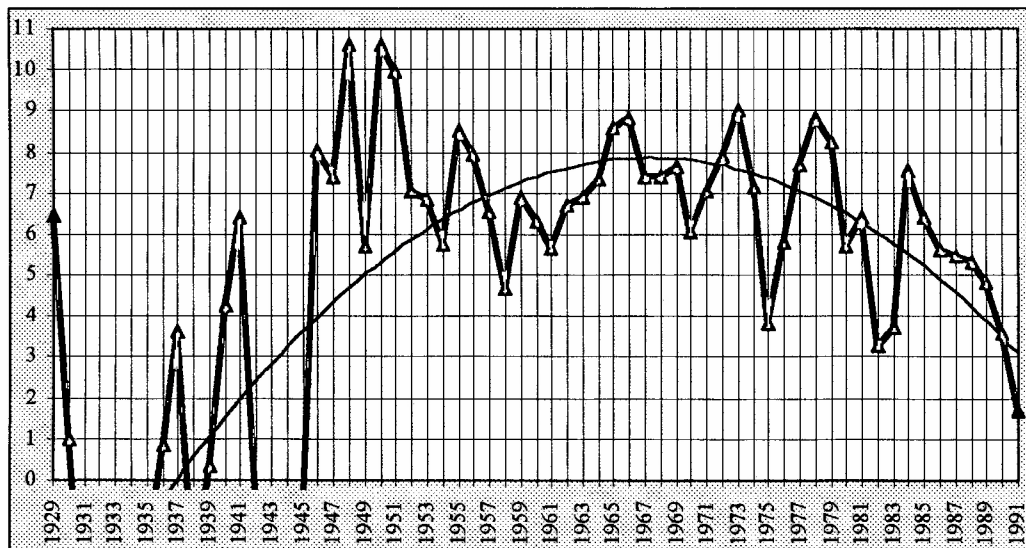
juros, indicando, com precisão, o momento em que a economia norte-americana torna-se financeiramente instável. Consta-se empiricamente (e *ex post*) que a instabilidade financeira instala-se quando o volume de lucros igualar o de juros líquidos.

O declínio nos lucros também aponta para a redução de uma das fontes do investimento: os lucros retidos. Sendo a redução do volume de lucros uma constatação, há de se esperar que seja acompanhada pela redução nas taxas de investimento agregado e por um gradual declínio do nível da atividade econômica. Mais um fator indica o mesmo desenlace: a redução do financiamento indireto, porque menor lucratividade torna a concessão de empréstimos mais arriscada para os credores.

O padrão de evolução da participação dos juros na renda norte-americana, o seu movimento firmemente ascendente, não permite que seja atribuído a variáveis exógenas ao sistema. Como já vimos a distribuição do excedente, no decorrer do tempo, demonstra uma tendência de aumento da parte que cabe ao capital de empréstimos e a concomitante redução da parte do capital físico. Será necessário verificar a relevância deste fato para o investimento e o comportamento das dívidas.

8.2 O INVESTIMENTO LÍQUIDO

Figura 8.5 Investimento privado líquido em termos de percentual do PNB



Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States 1929-1988*. 1989-91 - *Survey of Current Business*, BEA, July, 1992.

É fácil localizar os períodos da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial assinalados pela pronunciada queda no investimento privado líquido. O virtual colapso na acumulação de capital permite caracterizar o período como de depressão econômica. Entre 1931-45, os acréscimos na capacidade produtiva do país podem ser considerados exceções, porque durante quinze anos o investimento líquido foi positivo em apenas cinco.

O início da depressão foi acompanhado pela mais profunda crise financeira da história econômica norte-americana. Por causa da forte redução da atividade econômica e deflação, o peso das dívidas tornou-se excessivo em relação aos lucros agregados (veja tabela 8.6). Os anos de mais grave crise financeira coincidem com os primeiros três anos (1931-33) nos quais o volume de juros líquidos superou o dos lucros. A desvalorização do dólar, em janeiro de 1934, reduziu o peso real das dívidas, mas não bastou para que o volume de lucros ultrapassasse o dos juros líquidos.

Se o capital social se valoriza (se precifica) em função da taxa de lucro efetiva e esperada, a ausência e a inexpressividade do volume de lucros no período 1931-35 demonstram o colapso da eficiência marginal do capital, que “pode ser tão completo que nenhuma redução possível na taxa de juros baste para o contrabalançar {...} Este é o aspecto da depressão que os banqueiros e os homens de negócios insistem, com razão, em enfatizar, e que os economistas crentes na eficácia de um remédio ‘puramente monetário’ não lhe dispensaram a atenção que merece”.¹⁶

A expansão da demanda agregada, decorrente da implantação de políticas de assistência social previstas no plano *New Deal*, começava a devolver os lucros. De 1938 até 1945, a participação média dos lucros na renda superava em duas vezes aquela verificada entre 1929 e 1937, mas o investimento privado líquido continuou inexpressivo.

Em função da falta de acumulação, que foi a tônica dos anos 1931-45, esse período expressa a ‘destruição criativa’ de capital (Schumpeter). As fases de desvalorização do capital e de desinvestimento, segundo Schumpeter, tornam possível a expansão repentina e posterior da atividade econômica. A sua função residiria na recomposição das condições para uma nova fase de acumulação acelerada.

Tabela 8.3 Investimento Líquido, Lucros e Juros

ANO	INVEST. LÍQUIDO	LUCROS	JUROS
1929	6,7	10,2	4,6
1930	0,9	6,9	4,8
1931	-3,2	2,4	4,8
1932	-6,8	-0,7	4,4
1933	-6,0	-0,7	3,9
1934	-4,2	1,9	3,9
1935	-1,2	3,4	3,9
1936	0,7	5,6	3,7
1937	3,3	6,4	3,6
1938	-2,0	4,3	3,5
1939	0,3	5,9	3,5
1940	4,3	9,2	3,2
1941	8,0	14,8	3,2
1942	-0,8	20,1	3,1
1943	-5,5	24,3	2,7
1944	-4,1	24,4	2,3
1945	-1,5	19,8	3,1

Valores nominais em US\$ bilhões. Investimento líquido = investimento *privado* líquido;
 Lucros = lucros das corporações (antes de IR); Juros = juros líquidos.

Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States 1929-88*.

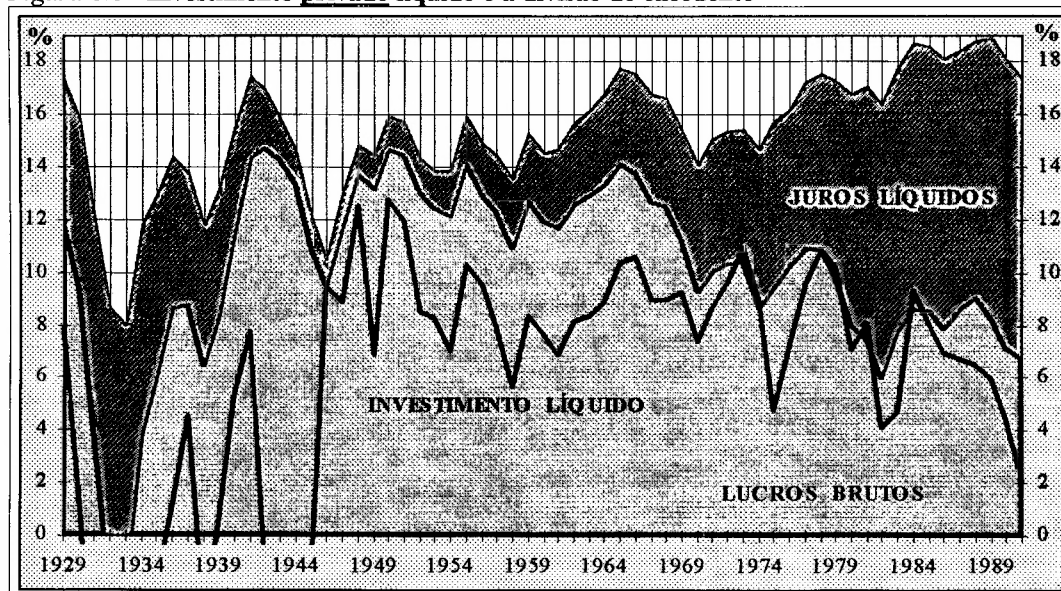
O fim da Segunda Guerra Mundial é assinalado por um repentino acréscimo na acumulação de capital. As condições para este *boom* econômico devem-se, sem dúvida, ao efeito conjunto da destruição do capital fixo no período precedente, da redução do endividamento geral das empresas privadas e da taxa de juros. A necessidade de reposição das máquinas e equipamentos, a presença de baixas taxas de juros e a ausência de forte pressão do trabalho organizado restabelecem as condições favoráveis à acumulação.

Nas fases expansivas do ciclo, a economia obviamente passa por choques adversos de demanda ou de oferta, mas sendo financeiramente robusta não corre o risco de uma crise financeira. As empresas estão pouco endividadas, a taxa de juros é baixa, a redução do lucro devida a choques não reúne as condições de transformar os lucros em prejuízos. Baixo índice de endividamento geral das empresas significa alta margem de segurança (calculada pela relação empréstimos bancários/patrimônio líquido) e, conseqüentemente, baixo ou praticamente inexistente risco do credor. Isso explica as insignificantes variações da taxa de juros em relação ao período de alto endividamento e baixas margens de lucro. Mesmo que as taxas de juros aumentem muito e, repentinamente, seu impacto sobre os lucros não representará ameaça à saúde financeira de muitas empresas. Na parte expansiva do ciclo, somente empresas verdadeiramente mal-administradas irão à falência, mas esse tipo de evento, normal na atividade econômica, não afeta o sistema, pois os bancos têm capacidade de absorver seus impactos. Essas são as razões de não haver crises financeiras nas fases expansivas do ciclo econômico, a não ser como fruto de desastres naturais.

A taxa média de investimento líquido, entre 1950 e 1991, foi de 6,6%, mas ao se dividir esta fase em dois períodos a média torna-se substancialmente diferente. De 1950 a 1980 ela foi de 7,2% e no último decênio, 4,9%. Ou seja, houve significativa queda da acumulação do capital em relação à média do período 1950-91 e em relação à média dos anos de expansão. Esta constatação permite caracterizar esse período como de fase descendente do ciclo. Por outro lado, a ameaça de crises financeiras, como relatada por Paul Volker¹⁷, começou nos 'agitados anos 70', coincidindo, não por acaso, com a redução nas taxas de investimento líquido.

8.2.1 A DIVISÃO DO EXCEDENTE E O INVESTIMENTO

Figura 8.6 Investimento privado líquido e a divisão do excedente



Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States 1929-1988*. 1989-94 - *Survey of Current Business*, BEA, July, 1992.

O gráfico 8.6 tem como base a renda nacional. Para que possamos ter magnitudes comparáveis, separamos os volumes dos lucros líquidos (antes de pagamento de imposto de renda) das corporações, dos juros líquidos e o do investimento líquido pela renda nacional do respectivo ano.

A união dos lucros, dos juros e do investimento adicional num gráfico permite visualizar os movimentos sincronizados dos lucros e do investimento líquido, demonstrando que o investimento adicional constitui uma função direta dos lucros. As oscilações do investimento são mais pronunciadas do que as dos lucros, mas as modificações no volume do investimento acompanham o sentido das mudanças nos lucros. O volume de lucros, por sua vez, é função inversa do fardo das dívidas, que pode ser medido pela massa dos empréstimos multiplicada pela taxa de juros média.

O volume do investimento líquido é determinado através da interação de dois mercados: o mercado financeiro onde se define o preço do estoque de capital físico e o dos ativos financeiros e o mercado de bens de capital. Neste último mercado há que se considerar as condições de oferta dos bens de capital e as de financiamento que são interdependentes. O financiamento depende do peso das dívidas que afetam os lucros, da decisão dos bancos quanto à concessão e o custo do crédito. O custo dos empréstimos afeta o custo do produto das empresas de bens de capital e, por conseguinte, o preço de oferta dos bens de produção. Evidente que haverá uma dinâmica complexa de interdeterminações nos dois mercados.

Para Minsky, Keynes ao elaborar uma teoria financeira do investimento e uma teoria do investimento que explica o ciclo econômico deixou de responder essa pergunta, fundamental: o que numa situação particular determinará os preços relativos dos ativos financeiros e reais e como estes preços são relacionados ao fluxo do investimento adicional? Apesar da tentativa de resposta feita por Minsky,¹⁸ falta o elemento que integra os preços do capital à oferta monetária ou ao investimento adicional líquido. E isso é uma questão em aberto, desde o tempo de Keynes.

8.3 AS PRECONDIÇÕES DA CRISE FINANCEIRA

As precondições da crise financeira na teoria monetarista são: (1) 'excessivo' aumento dos meios de pagamento, (2) crédito concedido a empresas mal-administradas, (3) bancos mal-administrados, (4) pânico e (5) incapacidade ou falta de competência dos gestores da moeda. A única variável passível de quantificação é o aumento 'excessivo' dos meios de pagamento, mas o termo 'excessivo', por ser demasiadamente vago, não fornece um parâmetro hábil de comparação. Talvez, por isso, qual era o limite exato de aumento da quantidade de moeda que levava à perda de confiança dos agentes econômicos na capacidade de converter depósitos em *cash*, constatava-se somente *após* a eclosão de uma crise financeira. A própria crise determinava a quantidade 'excessiva' de aumento dos meios de pagamento em relação ao ouro do país. Não é de estranhar que as crises financeiras eram eventos inesperados, atribuídos a variáveis extra-econômicas. As medidas de política econômica referem-se ao controle da evolução da crise e não à sua prevenção.

Para os monetaristas, a causa da crise financeira recai diretamente sobre as autoridades monetárias. Anteriormente à presença de autoridades monetárias, a responsabilidade era carregada, direta ou indiretamente, pelos banqueiros. A variável-chave é a oferta monetária.

Do ponto de vista das demais abordagens, há mais variáveis que exigem um exame detalhado. O enfoque de assimetrias de informação acrescenta a relevância dos lucros, da precificação dos ativos, das bruscas modificações no ambiente econômico e, ainda, dos inesperados aumentos na taxa de juros e no acréscimo de risco (*spread*) à taxa de juros básica.

No panorama da hipótese da instabilidade financeira, a precondição fundamental compreende o excessivo endividamento das empresas. O 'excessivo', neste caso, por considerar mais variáveis passíveis de quantificação — os lucros das empresas não financeiras, o peso das dívidas sobre a renda operacional e a conexão entre os lucros e o peso das dívidas — se torna mais concreto e até passível de quantificação, como veremos adiante.

Como já apontamos, enquanto a participação conjunta dos lucros e dos juros na renda nacional norte-americana não se modifica substancialmente, a parte dos lucros se reduz e a dos juros líquidos aumenta. Esse movimento claro, nos gráficos, independe de choques de oferta, demanda ou de política econômica. O investimento agregado líquido segue o comportamento dos lucros: maiores lucros, maior taxa de investimento líquido, mais postos de trabalho, maior demanda agregada e, ao contrário, a redução dos lucros leva à redução do investimento adicional líquido, no nível do emprego e no da atividade econômica. Dificuldades de sobrevivência de muitas empresas implicam a sobrevivência de alguns bancos. Esse encadeamento dos fatos é próprio à fase descendente do ciclo econômico. Nesse sentido, a crise financeira é o conteúdo latente da crise econômica.

Examinaremos, na sequência, o comportamento da oferta monetária, dos haveres financeiros e dos indicadores de endividamento, a fim de verificar a relevância dos esquemas explicativos frente à experiência.

8.4 OS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

8.4.1 OS HAVERES FINANCEIROS

Há uma série de restrições práticas ao trabalho com os haveres financeiros, a mais relevante delas é dada pelas modificações na legislação e a conseqüente reordenação das contas que compõem os agregados monetários. A fim de exemplificar, podemos enfatizar que nos Estados Unidos M1, tradicionalmente composto por papel moeda em poder do público e depósitos à vista nos bancos comerciais, incorporou as seguintes modificações: cheques de viagem, contas em cooperativas de crédito, depósitos à vista em bancos de poupança mútua (que eram contabilizados à parte) e contas remuneradas NOW (ordem de saque negociável) e ATS (transferências automáticas das contas de poupança). A incorporação de contas remuneradas ao M1 — introduzidas na década de 1970 e disponíveis para o público em geral, a partir de 1980 — além de dificultar a análise, afeta o significado econômico da oferta monetária clássica, porque os recursos eram considerados sem custo para os bancos e sem remuneração para o público.

Com as inovações financeiras, abrem-se novas contas, dividem-se as ‘velhas’, assim, não há um agregado que envolva os mesmos itens desde o início¹⁹ de nossa investigação. Na economia norte-americana, teria sido importante considerar as obrigações externas que são direitos dos cidadãos. Mesmo com essas restrições, apresentaremos o comportamento de M1 no período de 1929 até 1994 e o dos outros agregados monetários de 1959, pois a partir deste ano as contas são mais consistentes.

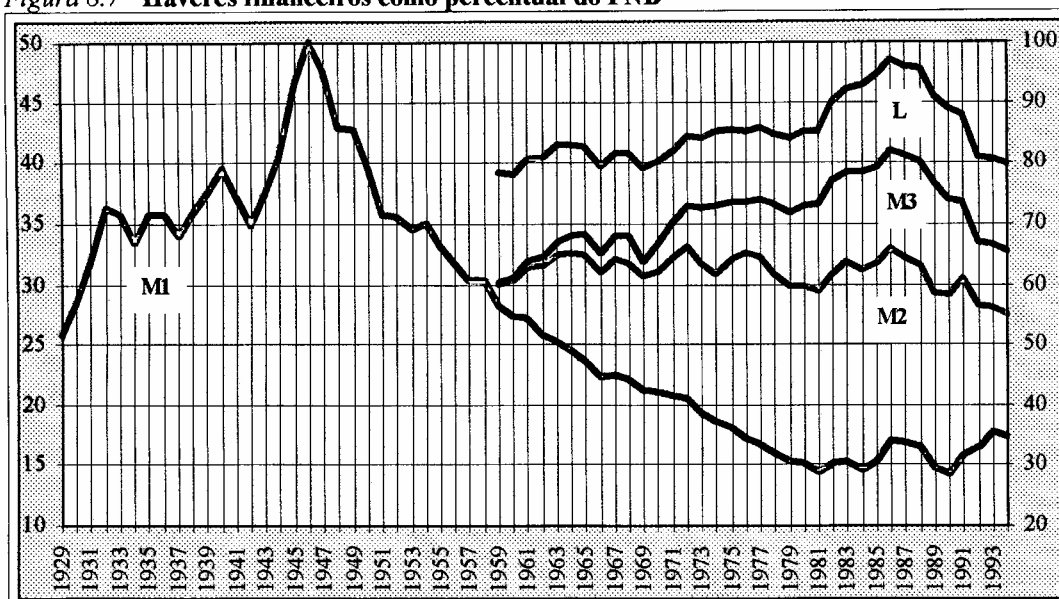
A observação do comportamento da oferta monetária — em qualquer uma das suas definições, mais restritas como (M1) ou mais abrangentes: M2, M3, ou, de Liquidez Total (L) — num período relativamente grande, além de dar uma visão sobre a evolução da moeda e do crédito, permite dimensionar uma parte do endividamento das empresas. Entendemos que enquanto nem todas as dívidas são moeda, toda moeda é dívida por definição.

Como já não há mais ouro que possa servir de base para a determinação da relativa modificação dos meios de pagamento, optamos pela relação da moeda com o Produto Nacional Bruto (PNB). Dividimos o valor dos estoques de M1, M2, M3 e L no final do ano pelo produto. O que chama a atenção é o significado de uma economia creditícia, contratual ou financeira, pois M1 — que apresentava uma forte tendência de crescimento de 1929 até 1946, mudou radicalmente seu comportamento.

De 1929 até 1946, M1 havia dobrado em relação ao produto nacional. A extrema redução da velocidade renda da moeda após a Grande Depressão deve-se, segundo muitas publicações, à recusa dos agentes econômicos de utilizar outros instrumentos de crédito. Durante o período 1929-46, as empresas reduziram seu endividamento geral no mercado monetário. É possível visualizar esse fato na figura 8.7 que mostra a cobertura das despesas financeiras. No período, quando a economia norte-americana passava a se comportar como uma economia na qual a moeda é apenas um meio de troca e (M1) crescia numa taxa muito maior que o crescimento do produto *sem causar inflação*, a acumulação de capital é exceção honrosa de poucos anos. A intensificação da acumulação exige a expansão do crédito, porque ele é a moeda fundamental no capitalismo e a sua *expansão* resulta em redução dos custos que compõem o capital.

A partir de 1946, com o firme crescimento da acumulação de capital, há redução de M1, seja como parte do produto, seja em relação aos demais haveres financeiros. No período 1959-81, verifica-se que enquanto M1 decresce paulatinamente em relação ao PNB, numa taxa mais ou menos constante como já era esperado pelos monetaristas, os outros haveres financeiros crescem devagar, porém firmemente em relação à oferta monetária, apontando para um paulatino aumento do crédito e das dívidas. Focaremos a atenção no comportamento da moeda na década de 1980, quando se observa uma significativa modificação no comportamento dos haveres financeiros.

Figura 8.7 Haveres financeiros como percentual do PNB



— M1, - - - M2, — M3, — L

Fonte: PNB: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-94 - Survey of Current Business*, BEA, Vários números; M1, M2, M3 e L (Seasonally adjusted): Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*. Vários números.

No início da década de 1980, tentou-se a implementação de uma política de aperto monetário. As taxas de juros subiram para níveis jamais vistos, levando a economia à mais séria recessão depois do pós-guerra e os lucros decresciam substancialmente junto com a atividade econômica. Os encargos das dívidas tornaram-se insuportáveis, ameaçando a solvência dos agentes econômicos mais endividados e dos bancos. Tornou-se claro que muitas empresas norte-americanas enfrentariam problemas financeiros e que as dívidas dos países periféricos encerravam um risco excessivamente grande para os bancos credores. Em suma, a política de cunho monetarista trazia graves riscos sistêmicos.

A incipiente crise financeira de 1982, cujo estopim foram as dívidas dos países em desenvolvimento, foi contornada através da imediata ação das autoridades monetárias norte-americanas, no sentido de garantir o cumprimento dos contratos ou de sustentar o capital dos bancos principais. A política econômica monetarista foi definitivamente abandonada na prática, mas seus benefícios teóricos foram realçados e exportados para países periféricos que necessitavam de ajuste para cumprir os compromissos de suas dívidas nos mercados norte-americano e mundial.

Observa-se um crescimento substancial em todos os agregados financeiros que evidencia o aumento das dívidas no mercado monetário norte-americano. O ponto de reversão é 1986. A partir de 1987 — ano marcante pela queda pronunciada dos valores em bolsa — a tendência de crescimento é revertida definitivamente.

Uma das fontes do financiamento das economias em desenvolvimento secou. Não havia mais expansão do crédito internacional aos países periféricos e, não bastasse isso, eles foram pressionados a promover ajustes macroeconômicos que visavam a melhora nas condições para o pagamento das dívidas.

Esses ajustes envolvem: (1) desvalorização da moeda nacional ou crise cambial, que no tempo da moeda ouro era o fundamental ingrediente das crises financeiras chegando a se confundir com o próprio evento. As perdas implícitas nos ajustes macroeconômicos, frente a possibilidade de valorizar o capital no mercado norte-americano ou mundial, resultavam em fuga de capital que agravava os problemas de pagamento das dívidas. A fuga exigia ajustes mais profundos e as economias periféricas passaram a viver recorrentes situações de crise cambial.²⁰ (2) Redução da expansão monetária, pois um aumento dos preços internos implica na valorização real do câmbio. Para que se mantivesse a desvalorização em termos reais

era necessária a contração do crédito interno, que é mais um dos ingredientes da crise financeira. (3) Aumento nas taxas de juros. Os credores exigiam medidas mais enérgicas, porque elas dariam suporte à credibilidade dos ativos dos bancos pesadamente posicionados no mercado das dívidas externas. Pressões foram feitas para aumentar as taxas de juros reais²¹ — mais um dos ingredientes da crise financeira. (5) Os itens (2) e (3) resultam em declínio do nível de investimento, da renda, dos lucros, dos salários e dos postos de trabalho.

Há dois desdobramentos complementares resultantes dos ajustes macroeconômicos que exercem grande impacto sobre as contas governamentais. A demanda social em expansão e a redução concomitante da base tributária que acompanha o decréscimo na atividade econômica. Além deles, o aumento das exportações, visado nos ajustes, implica em esforço fiscal — crédito subsidiado a empresas que fabricam exportáveis e os infinitos incentivos fiscais à exportação que reduzem a base tributária. Esses problemas potencializam o efeito simultâneo da elevação da taxa de juros e da redução da oferta monetária, que já pesavam demasiadamente sobre as dívidas internas governamentais, formando a base para a transformação dos governos dos países endividados em unidades econômicas Ponzi financiadas. Um número maior de agentes econômicos Ponzi financiados é o ingrediente principal da crise financeira no enfoque da instabilidade financeira. E se o principal agente que demanda crédito se torna Ponzi financiado, a própria economia pode ser considerada como tal.

Para completar a soma dos ingredientes para uma crise financeira, falta a inclusão da expectativa de modificação brusca do ambiente econômico e o receio quanto à solvência de devedores principais, que a nosso ver, já estão subentendidos no quadro acima descrito. Não é de admirar crises financeiras nos países endividados. Entretanto, durante o tempo em que os países em desenvolvimento passavam por elas, os Estados Unidos, de um país credor, transformaram-se no maior devedor do mundo.

No debate acadêmico, o início dos anos 80 é visto como um período marcante para efeitos de política monetária nos Estados Unidos. A partir dessa época, M1 — variável fundamental para a política macroeconômica — modifica seu comportamento, passando a não ter relação direta com a taxa de inflação, com o produto ou, ainda, com o crédito. O agregado M1, e o seu maior componente, que são os depósitos à vista, é considerado crédito somente nos modelos dos adeptos da informação assimétrica. O progressivo afastamento e as variações do crescimento dos haveres financeiros observáveis no gráfico constam nos livros-texto como divergência verificada entre as taxas de crescimento de M1, M2 e M3, após 1980.

Uma definição alternativa para a moeda foi procurada. Alguns economistas chegam a propor M2, outros M1A, que consiste em dinheiro mais depósitos que não pagam juros. Ou ainda, M3 a prazo e M3 não a prazo. O que se busca é a qualidade da previsão do agregado monetário a ser eleito em relação às alterações do produto, pois M1 não mantém relação esperada com a renda e esse fato torna a oferta monetária desprovida de significado como indicador da atividade econômica.²² Parte do debate teórico, em que se discutem os problemas apresentados pelo comportamento inesperado da moeda no seu conceito mais restrito de M1 e sua relação com as outras variáveis financeiras, poderá ser encontrada na seção da revista *American Economic Review*, de maio de 1988, com a seguinte denominação sugestiva: *Is it Money or Credit, or Both, or Neither?*

Num dos artigos desta seção, Benjamin Friedman, após estudar o comportamento errático dos haveres financeiros, principalmente de M1 a partir do início dos anos 80, concluiu: *"It is difficult to escape the conclusion that, not just for a year or a calendar quarter but over an entire half-decade, money growth has simply been irrelevant to any outcome that matters for monetary policy... Broader measures of money, or the monetary base, or measures of credit have all fluctuated in patterns bearing little visible connection to any plausible objective of monetary police... The result is a vacuum at the center of the monetary policy process."*²³

Até 1997, o debate continua e ainda não se chegou a uma conclusão de que haver financeiro é o mais adequado para preencher a lacuna. Neste tempo, o monetarismo vem perdendo relevância e adeptos. Os estudiosos da moeda tornaram-se ecléticos e os gestores perguntam: qual é a oferta monetária correta?

Note-se que, na presença de ouro, a análise tornar-se-ia mais fácil, pois existiria uma variável física que seria o estoque de ouro, e o resto, hoje denominado de haveres financeiros, consistiria numa denominação genérica de depósitos. O aumento da moeda manual determinaria o aumento dos depósitos e a modificação do volume do crédito em relação ao estoque de ouro no país seria atribuível diretamente à gestão das autoridades monetárias, ou na ausência delas, à ação deliberada dos bancos que expandiram desmesuradamente o crédito.

É possível verificar, a longo prazo, um leve aumento do volume de crédito concedido, mas não é fácil relacioná-lo com o comportamento de M1, nem com o endividamento excessivo das empresas. Ao contrário dos outros haveres financeiros, a oferta monetária no seu sentido clássico de M1 diminui como parte do produto e em relação aos demais haveres financeiros, perdendo relevância como principal agregado monetário. O aumento do endividamento, medido através da relação Liquidez Total (L)/PNB, é nítido somente entre 1980-86. A partir de então, observa-se decréscimo relativo no crédito *interno* no mercado monetário norte-americano. Até o início dos anos 80, praticamente não havia pagamento de juros sobre os recursos compreendidos no M1 que, por volta de 1946, constituíam metade do produto daquele país.

8.4.2 PAGAMENTO DOS ENCARGOS FINANCEIROS

Uma das formas de medir o impacto das dívidas é através do pagamento de seus encargos. Estudos²⁴ como o de Benjamin Friedman²⁵ demonstram que, enquanto nos anos 1950-60, as empresas no conceito *corporate* pagavam 16 centavos sobre cada dólar de lucro bruto, este valor havia aumentado para 33 centavos em 1970 e para 55 em 1980. Mesmo com taxas médias de juros de 8,8% a curto prazo, em 1986 a parcela de juros pagos atingiu um recorde de 57 centavos de cada dólar de lucro bruto obtido.

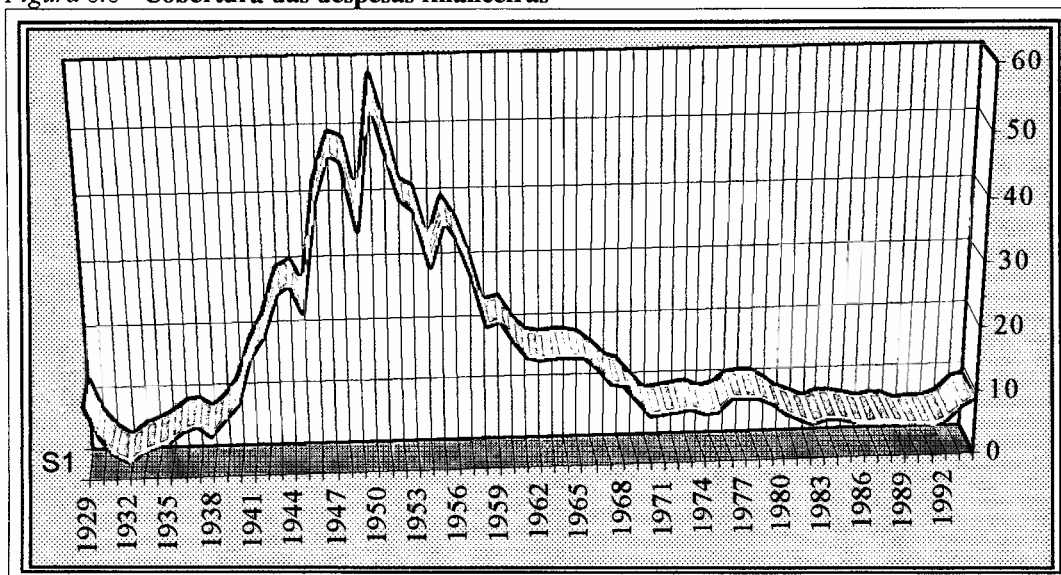
As empresas no conceito *corporate* nos Estados Unidos são responsáveis por mais de 90% da renda e podemos pressupor que devem responder por um percentual do crédito concedido compatível com a sua participação no produto. Se for assim, o seu pagamento de juros em relação aos lucros deve estar muito próximo à média da economia.

Se os encargos das dívidas das empresas, no conceito *corporate business*, haviam levado 33 centavos de cada dólar de lucro bruto em 1970 e 55 centavos em 1980, estes valores são muito próximos aos dados agregados que apresentamos. A análise de B. Friedman dos encargos das dívidas (os juros pagos sobre o total das dívidas), como deduções do lucro bruto das empresas e os dados numéricos, demonstra que a substituição entre lucros e juros presentes em nossos gráficos não é fruto de cálculos mal feitos. De fato, o resultado de Benjamin Friedman assemelha-se bastante ao comportamento dos juros e lucros calculados como percentuais da renda nacional.

Segundo Benjamin Friedman, os juros pagos pelas empresas não incluídas no conceito *corporate*, de 6 centavos em 1950-60 haviam subido para 17 centavos na década de 1970 e para 33 centavos em 1980, sobre cada dólar de lucro bruto. Atingiram 40 centavos em 1982, decrescendo para 30 centavos em 1989. Os juros sobre o crédito pessoal de 4 centavos no período 1950-60 haviam subido para 8 na década de 1980, permanecendo assim até o início dos anos 90, quando o estudo foi publicado.

O autor nota que, embora os ativos tangíveis não tenham modificado muito o seu valor no período analisado, o volume do crédito havia aumentado. Realça, ainda, que o crédito é concedido com base em ativos e as empresas que o receberam deveriam ter apresentado colaterais de valor compatível com o do volume de crédito concedido. Deduz-se que deverá haver diferença entre os preços contábeis dos ativos das empresas e aqueles utilizados na concessão dos empréstimos. Em outras palavras, a avaliação do capital no mercado financeiro difere de sua avaliação contábil. Se os preços contábeis não refletirem, com precisão, o valor do capital, será difícil considerar como relevante a taxa de lucro calculada dessa forma.

Figura 8.8 Cobertura das despesas financeiras



Fonte: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-94 - Survey of Current Business*, BEA, Vários números. Table 1.16. Empresas não financeiras.

8.4.3 COBERTURA DAS DESPESAS FINANCEIRAS

Um indicador básico que mede a capacidade das empresas de enfrentar as exigências das dívidas é o índice de cobertura das despesas financeiras, ou simplesmente cobertura das despesas financeiras, que envolve o resultado do fluxo de caixa da empresa *dividido* pelos juros devidos, em um determinado período, como por exemplo o ano calendário. O fluxo de caixa considerado é a soma dos lucros antes do pagamento do imposto de renda, dos juros e da depreciação (que é uma despesa contábil). O índice mostra quantas vezes as despesas financeiras são 'cobertas' ou ganhas pela renda total disponível da empresa. Quanto mais baixo for esse valor, tanto mais os encargos das dívidas pesam sobre o fluxo de caixa, ou tanto mais a empresa é financeiramente frágil. Um baixo índice de cobertura das despesas financeiras indica que um choque adverso de demanda, aumento da taxa de juros, ou algum tipo de modificação adversa no ambiente econômico colocariam a empresa, com maior probabilidade, em rota de falência. Aplicado em nível agregado, o índice significaria robustez ou fragilidade financeira da economia.

O índice de cobertura das despesas financeiras é um elemento fundamental na decisão de concessão de crédito. A informação elaborada pelo departamento de avaliação de crédito dos bancos compreende os índices da economia e de cada setor em particular. Na presença de alto endividamento da economia os bancos podem reduzir o volume de crédito concedido, e, com certeza, tornam-se mais seletivos, privilegiando as empresas menos endividadas em relação às médias calculadas e as que, mesmo muito endividadas, conseguem oferecer garantias suplementares. À exceção de ativos da empresa não utilizados como colaterais para outros empréstimos, que são o caso mais corriqueiro na concessão de crédito e mais questionável em caso de falência, o tamanho da empresa, a sua capacidade competitiva em relação às demais empresas do mesmo setor, a parcela de participação no mercado, o tamanho do mercado (interno e externo) reforçam as garantias.

O índice de cobertura das despesas financeiras decresce em função das seguintes variáveis: deflação, acréscimo no uso de financiamento indireto (crédito bancário), queda no lucro operacional e acréscimos na taxa de juros — que tem dois desdobramentos: a incidência de taxas mais altas sobre os fundos já emprestados e sobre empréstimos adicionais. Fora a deflação, as outras variáveis não são independentes. O acréscimo no uso de crédito resulta em queda nos lucros e o risco do credor liga essas variáveis ao aumento da taxa de juros.

A taxa básica de juros que em 1950 era de 1,75% ao ano cresceu lenta e uniformemente até 1970. De 1978 a 1981 aumentou explosivamente superando a marca de 15% (Figura 8.3). Durante esse tempo, a taxa de juros foi o fator mais relevante para o aumento do peso das dívidas. No início dos anos 80, a economia norte-americana entrava em sua maior recessão do pós-guerra. A incipiente crise financeira de 1982 pode ser vista como fruto do efeito conjunto da redução do volume de lucros e da alta taxa de juros.

O gráfico 8.8²⁶ revela as condições de pagamento das dívidas, após terem piorado até 1932, demonstram uma firme tendência de melhora até 1949. Deste último ano até 1990, as empresas não financeiras endividam-se fortemente. O fluxo de caixa dessas empresas em 1949 cobria suas despesas com juros em 57 vezes — este é, também, o ponto máximo no período em exame —, enquanto em 1960 essa 'cobertura' alcança 10 vezes. Do fim dos anos 60 até o final do período em exame, o índice está posicionado numa faixa entre 5 e 10. Em 1982, esse indicador passou para 5, o que significa que, o fluxo de caixa cobre cinco vezes as suas despesas com as dívidas.

Interessante é a semelhança do período após 1970 com o da Grande Depressão. Como já enfatizado, a preocupação dos gestores da moeda começa a partir dos anos 70, intensificando-se no decorrer dos anos 80.²⁷ Em 1929, como se pode observar na figura 8.8, a economia norte-americana entra em crise apresentando cobertura das despesas financeiras de 11 e taxa básica de juros de 6%. Apesar do decréscimo na taxa de juros — de 3,5% em 1932 —, a cobertura das despesas financeiras atingiu 2,35, que é o mínimo absoluto no período. Para se ter uma comparação recente, o mínimo em 1989 foi de 4,75. As empresas não financeiras, a partir dos anos 70, apresentam uma situação financeira semelhante àquela observada nos anos da Grande Depressão. Os sucessivos decréscimos na taxa de juros, pós 1981, não foram capazes de melhorar substancialmente a situação financeira das empresas.

A redução do endividamento das empresas no período 1934-49 não é um fato positivo, porque não foi acompanhada por um vigoroso crescimento econômico. Ao contrário, esse tempo caracteriza-se por baixas ou nulas taxas de investimento privado líquido. O período de acréscimo nas taxas de endividamento — do fim dos anos 40 até o final dos anos 60 — foi justamente o de expressiva expansão econômica. Pode-se deduzir que o desenvolvimento econômico sustentado requer a destruição das estruturas de crédito que haviam dificultado ou mesmo impedido a acumulação de capital, conforme analisou Schumpeter.

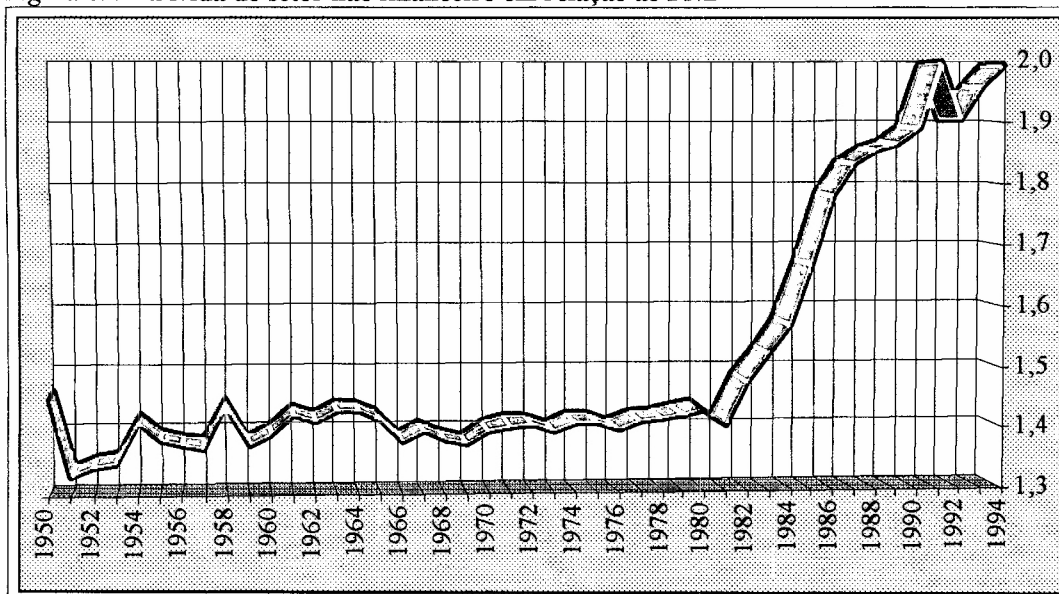
A fragilidade financeira da economia é uma das condições que propiciam o aparecimento de tensão no sistema de crédito. A propensão da economia à crise financeira se verifica somente em períodos de baixo índice de cobertura das despesas financeiras que, não por acaso, coincide com baixas taxas de lucratividade e de acumulação de capital.

A título de observação: se os bancos cortarem o crédito de uma empresa, para efeitos da análise econômica, ela passaria a operar com capital de giro próprio. Caso isso não seja possível, irá imediatamente à falência, encerrando suas atividades.

Na avaliação do mercado financeiro os acontecimentos não se passam, necessariamente, dessa forma. Uma empresa sem crédito, mas com substancial fluxo de caixa, pode oferecer a oportunidade de ganhos excepcionais. Na própria ameaça de corte do crédito, a empresa endividada pode passar a valer menos do que determinados agentes, que se especializam nesse tipo de negócio, podem ganhar ao viabilizar seu funcionamento e aplicar os recursos do seu fluxo de caixa no mercado financeiro ou na expansão do negócio. Dependendo do resultado do cálculo financeiro envolvido, a empresa pode ser adquirida por outra ou por particulares, passando por um processo de reengenharia, com a conseqüente redução dos seus custos operacionais e de *parte* dos empregos. Quanto maior o número de empresas adquiridas, tanto menor será o nível do investimento e da atividade econômica agregada, mas o nível de inadimplências na economia será menor, também — apesar dos altos níveis de endividamento.

Aquisições, fusões, reestruturações e reengenharia de empresas indicam o aumento da probabilidade de crise financeira. Esse processo, junto com as liquidações de empresas e de bancos, tem a capacidade de mitigar os sintomas de uma crise financeira. No limite, podem evitar a sua apresentação na forma de corridas bancárias, mas não reúnem as condições de evitar os efeitos perniciosos das crises, que residem na extrema concentração dos patrimônios e na redução do nível da atividade econômica.

Figura 8.9 Dívida do setor não financeiro em relação ao PNB



Fonte: BEA, *Historical Statistics, Colonial Times to 1970, X 1-23*. 1950 - 60; 1961-1994: *Federal Reserve Bulletin*, Seasonally adjusted, Vários Números; PNB: BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-94 - Survey of Current Business*, Table 1.1. Vários Números.

8.4.4 A DÍVIDA DO SETOR NÃO FINANCEIRO

Mesmo com a sensível queda na taxa básica de juros no período 1981-91, o índice de cobertura das despesas financeiras não melhorou. A participação dos juros líquidos na renda norte-americana praticamente estacionou (ver figura 8.4) e a parcela dos juros pagos apresentou um recorde de 57 centavos por cada dólar de lucro bruto em 1986.

A consistência dos dados não deixa dúvidas: somente um brutal aumento no volume das dívidas será capaz de compensar o efeito das sucessivas quedas nas taxas de juros sobre os encargos das dívidas. Para fundamentar essa dedução, utilizaremos os dados sobre a dívida total do setor não financeiro publicados pelo *Federal Reserve System*. Ao lado das dívidas contabilizadas no mercado monetário norte-americano, esta informação inclui a soma das dívidas assumidas através de outros instrumentos de crédito e não contabilizadas no mercado monetário, tais como as dívidas de emissão de alguns títulos, as existentes em agências de crédito mútuo e as dívidas a *estrangeiros*.

Além do total devido pelas empresas não financeiras, este item inclui *parte* das exigibilidades financeiras dos governos (federal, estadual e municipal) e o *total* devido pelas famílias e exclui os financiamentos intergovernamentais. As dívidas governamentais apresentavam um percentual mais alto de participação até 1960, permanecendo praticamente estáveis a partir de então.

O gráfico, a seguir, ilustra esses dados de forma mais eloqüente. Dividimos o valor total do endividamento, fornecido pelo *Federal Reserve System* (final de ano), pelo valor do Produto Nacional Bruto (PNB) norte-americano.

Como se pode ver na figura 8.9, o endividamento do setor não financeiro da economia norte-americana entre 1950 e 1980 oscila ao redor de um valor equivalente a 1,4 vez o valor do PNB. A partir de 1981, justamente com o início da longa queda na taxa de juros, pode ser observado um substancial e rápido aumento do endividamento em relação ao produto. O valor máximo foi alcançado em 1991 e 1994, quando o volume de dívidas chegava a duas vezes o valor do produto.

Extremo endividamento traduz-se em redução rápida na relação patrimônio/dívidas, o que reduz a margem de segurança do credor, aumentando o risco do sistema bancário ou a probabilidade de uma crise financeira.

A partir de 1981, as taxas de investimento líquido em relação ao produto decresceram e isso demonstra que não pode ter havido um significativo aumento no valor *real* da capacidade produtiva da nação, enquanto o volume do endividamento cresceu explosivamente em termos reais.

Cabe observar que não existe critério objetivo para medir o nível de endividamento potencialmente perigoso, nem quanto podem decrescer os lucros ou subir a taxa de juros, antes de representar uma séria ameaça de crise sistêmica. Esses parâmetros, mesmo que existam, modificar-se-ão a partir da presença ou ausência de credores. A capacidade de endividamento das empresas de um país, antes de qualquer outro fator, depende do seu aparato institucional e, *fundamentalmente*, da sua parte jurídica que garante o cumprimento dos contratos. Com o aumento do risco do sistema mundial de crédito, os empréstimos foram concedidos às economias que representam menor risco, mesmo que elas não tivessem as maiores taxas de retorno. A economia norte-americana canalizou grande parte do crédito externo e, provavelmente, por isso não viveu uma crise financeira real, como os países em desenvolvimento.

Capítulo 8

¹A renda nacional na contabilidade norte-americana classifica-se em cinco grandes itens: (1) remuneração do trabalho (salários, ordenados e benefícios previdenciários), (2) lucros das corporações, (3) juros líquidos, (4) renda dos proprietários e (5) renda da propriedade. Excluindo a renda da propriedade e dos proprietários, trabalharemos com as contas: (1), (2) e (3). Ver anexo 3, tabela 1.

A partir do início da década de 1980, a soma dos itens (1), (2) e (3) representa aproximadamente 92% da renda nacional norte-americana e esta parcela deterá a nossa atenção. A participação praticamente estável da soma dos itens (4) e (5) confere maior consistência à análise do período pós 1980. A remuneração do capital subentenderá os lucros das corporações e os juros líquidos

Nos lucros das empresas no conceito *Corporate* (que chamaremos ocasionalmente de corporações), estão computados os juros pagos e recebidos por estas empresas. O item juros líquidos envolve os saldos dessas contas, mais os saldos das contas juros pagos menos recebidos do resto do mundo; não representam, portanto, o total de renda proveniente de juros.

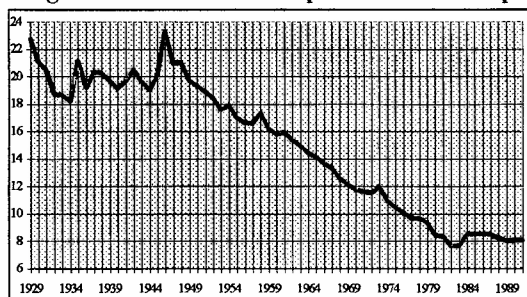
Corporate são entidades constituídas por uma ou mais pessoas, com objetivo de produzir e/ou distribuir bens e serviços, cuja finalidade é o lucro: são as empresas comerciais e industriais privadas com personalidade jurídica — relevante quanto à responsabilidade perante os credores. No universo da *Corporate*, a responsabilidade é limitada ao patrimônio da personalidade jurídica ao contrário do *Unincorporated*, onde alcança o limite do patrimônio pessoal dos proprietários.

Renda dos proprietários: *Proprietors' Income with inventory valuation and capital consumption adjustments is the net current-production income (including income in kind) of sole proprietorship and partnership and of tax-exempt cooperatives.* Neste item misturam-se renda assalariada pura (um padrão de remuneração compatível àquele vigente na parte mais formal da economia), eventuais lucros, aluguéis de edifícios, galpões ou propriedades rurais. São empresas pequenas e familiares e de renda *in natura* para as quais não é fácil distinguir lucros de salários. Decididamente não são empresas capitalistas e a sua participação na renda norte-americana é francamente decrescente até 1982, quando estacionou.

A renda da propriedade inclui a renda de imóveis recebida por pessoa física e a proveniente de direitos autorais (royalties, patentes e direitos a recursos naturais). Parte desse tipo de renda constitui pagamentos efetuados pelas corporações, mas a participação deste item na renda é desprezível nos últimos 15 anos, chegando a ser negativa no final dos anos 80. De certo, com o desenvolvimento econômico, grande parte destes direitos deve ter passado a fazer parte do patrimônio das *Corporate*.

Para a elaboração do gráfico N.1, somamos os valores das rendas dos proprietários e da propriedade. A participação dos proprietários e da propriedade na renda nacional apresenta uma bem delineada tendência de queda no período 1945-1982, quando praticamente se estabiliza em aproximadamente 8%.

Figura N.1 Renda dos Proprietários e da Propriedade



Fonte: U. S. DC, BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988, 1989-91 - Survey of Current Business*, BEA, July, 1992. Table 1.14 — National Income by Type of Income.

A parte da renda, entre os 22% verificados em 1946 e os 8% alcançados em 1980, foi 'apropriada' pelas *Corporate* e deverá obedecer a distribuição 'normal' da renda no setor mais formal da economia norte-americana, aparecendo enquanto maior participação dos salários e dos lucros das corporações na renda total. Os dividendos e juros, que eventualmente possam ser recebidos pelas pessoas físicas ou jurídicas envolvidas nestes itens, não estão incluídos.

² Veja página M-7 da edição citada ou qualquer exemplar de *Survey of Current Business*. "*Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments* is the income of organizations treated as corporation in the NIPA's. These organizations consist of all entities required to file Federal corporate tax returns, including mutual financial institutions and cooperatives subject to Federal income tax; private noninsured pension funds; nonprofit institutions that primarily serve business; Federal Reserve Banks; and federally sponsored credit agencies. The income is that arising from current production...Receipts exclude capital gains and dividends received, expenses exclude depletion and capital losses resulting from bad debts, inventory withdrawals are valued at replacement cost, and depreciation is on a consistent accounting basis and valued at replacement cost..." p. M-7.

³ "Net Interest (1-16) is the interest paid by business less interest received by business, plus interest received from the rest of the world less interest paid to the rest of the world..." p. M-7.

⁴ *Historical Statistics, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Series D 85-86. Unemployment: 1890 - 1970. p. 135.

⁵ Minsky, Hyman (1982), op. cit., p. 19.

⁶ Veja: Beckerman, Wilfred (1978). *Introdução à Análise da Renda Nacional*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979 e a contabilidade da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

⁷ O conceito de lucro utilizado aqui difere daquele utilizado no gráfico. Os prejuízos líquidos, neste caso, são após impostos. NIPA, 1929-47, Table 6.19A. — Corporate Profits After Tax by Industry: 1929-47, p.140.

⁸ BEA, *National Income and Product Accounts of the United States: 1929-1988*, Table 6.20A.— Net Corporate Dividend Payments by Industry, p.142.

⁹ A participação dos dividendos na renda norte-americana, por decênios, é: 1929-38: 6,1%; 1939-48: 3,5%; 1949-58: 3,2%; 1959-68: 3,2%; 1969-78: 2,7%; 1979-88: 2,9%; 1981-91: 3,0%. No período 1929-91: 3,54%.

¹⁰ Bagehot, Walter (1873), op.cit., p. 360.

¹¹ Consideramos investimento o acréscimo em bens de produção (planta produtiva, máquinas e equipamentos, o acréscimo nos estoques de matérias primas e nos produtos em fabricação).

¹² Obs.: Como se trata de renda nacional, a diferença (juros pagos — recebidos), devida a negócios com exterior, é subtraída dos juros líquidos, que resultaram da diferença entre juros pagos e recebidos pelas firmas. Essa diferença está incluída no cálculo do balanço de pagamentos.

¹³ Até 1970 é a taxa de desconto de Federal Reserve Bank of New York — High. A partir dessa data: Federal Funds — effective rate.

¹⁴ Galbraith, John Kenneth (1977). *Moda: De Onde Veio, Para Onde Foi*, São Paulo: Pioneira, p. 224-25.

¹⁵ Citado em Torres Filho, Ernani (1997). "A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa". *Revista de Economia Política*, V.17, n° 1(65), Jan-março/97, p.7.

¹⁶ Keynes (1936), op.cit., p. 219.

¹⁷ Veja capítulo 2 parte 2.6 deste trabalho.

-
- ¹⁸ Veja todo o esquema desenvolvido por Minsky na sua obra *Can "it" Happen Again?*. New York: M. E. Sharpe, inc, a partir de página 82.
- ¹⁹ Até dezembro de 1913, quando foi estabelecido o Fed, não havia divisão entre depósitos à vista e a prazo. Depois, mesmo M1 incorporou as contas descritas acima. Diante das alterações sistemáticas dos componentes das variáveis, podemos afirmar, com certeza, somente os componentes atuais dos haveres financeiros. No conceito de M2 (M1 + acordos de recompra por um dia emitidos por bancos comerciais + eurodólares de um dia + pequenos depósitos a prazo abaixo de \$100.000 + depósitos de poupança + quotas de fundos mútuos no mercado monetário); M3 consiste em (M2 + depósitos a prazo acima de \$100.000 + acordos de recompra a prazo + quotas de fundos mútuos do mercado monetário, só instituições) e L a liquidez total envolve (M3 + outros ativos líquidos, tais como: notas do Tesouro, títulos de poupança, aceites bancários, reservas em eurodólares dos residentes nos EUA não bancárias e outros instrumentos negociáveis).
- ²⁰ As crises cambiais são o ingrediente mais comum das crises financeiras dos países em desenvolvimento. Incluímos, em anexo, um modelo formal de crise no balanço de pagamentos (ou de crise cambial).
- ²¹ Veja Diaz-Alejandro, C. (1985). "Good-bye financial repression, hello financial crash". *Journal of Development Studies*, sept.-oct. 1985.
- ²² Veja, por exemplo, Mayer, Thomas et ali. (1993). *Moedas, Bancos e a Economia*, São Paulo: Campus, 1993.
- ²³ Friedman, Benjamin (1988). "Monetary policy without quantity variables". *American Economic Review Proceedings*, May, 1988, Vol. 78, No. 2, pp. 440-45. (grifo nosso).
- ²⁴ Existem outros trabalhos minuciosos que envolvem grandes amostras de empresas significativas tais como de Bernanke e Campbell de 1988, que tentam elucidar o endividamento e o pagamento de juros. Estes autores dividiram criteriosamente as empresas em faixas: as mais ou menos endividadas, e aquelas que pagam mais ou menos juros. Sem desmerecer o seu trabalho, a pesquisa de B. Friedman é suficiente para os nossos propósitos.
- ²⁵ Friedman, Benjamin (1991). "Views of the likelihood of financial crisis". In Feldstein, Martin, ed. (1991). *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: The University of Chicago Press, p. 24-26.
- ²⁶ O gráfico 8.8 segue o exemplo de Wolfson, Martin (1994). Este autor considerou dados quadrimestrais e um período mais curto.
- ²⁷ Veja a parte 2.6 da tese.

9. A ECONOMIA JAPONESA

9.1 A IMAGEM DE UMA CRISE FINANCEIRA EXTREMA

A história econômica de Japão oferece um caso raro de crise financeira extrema, durante a qual está ausente a principal característica deste fenômeno econômico: a concentração de patrimônio. Por causa do prolongado esforço bélico — que havia começado na depressão econômica de 1930 e terminado com o envolvimento do país na Segunda Guerra — o volume da dívida governamental em 1944 chegava a um valor equivalente a duas vezes o Produto Nacional Bruto (PNB) do país. Este volume refere-se aos títulos a curto e longo prazos, uma parcela dos quais havia sido adquirida diretamente pelo público e outra fundamentava os passivos bancários. Além da dívida mobiliária, devidamente contabilizada, havia as contas governamentais pendentes com a indústria bélica e fornecedores privados em geral, cujos valores desconhecemos.

Durante 1944 os agentes econômicos, ao recusarem a absorção de mais títulos governamentais nos seus portfólios, tornavam clara a sua expectativa em relação ao desfecho da guerra. Ainda no conflito e sem opção, o governo passou a financiar ‘seus’ gastos através de pura emissão monetária. A moeda manual de 17,7 bilhões de ienes no fim de 1944 passou para 55,4 bilhões em dezembro de 1945. A inflação, alta e em aceleração — que alcançou aproximadamente 190% em 1945 —, permitiu uma brutal redução do valor real do estoque da dívida governamental, ainda naquele ano.

Com o fim do conflito, boa parte do parque industrial do país encontrava-se destruído e o produto das empresas remanescentes mostrava-se inadequado à situação de paz. Não bastasse esse quadro, junto com os territórios ocupados, o Japão havia perdido seus investimentos diretos externos e suas fontes de fornecimento de matéria-prima.

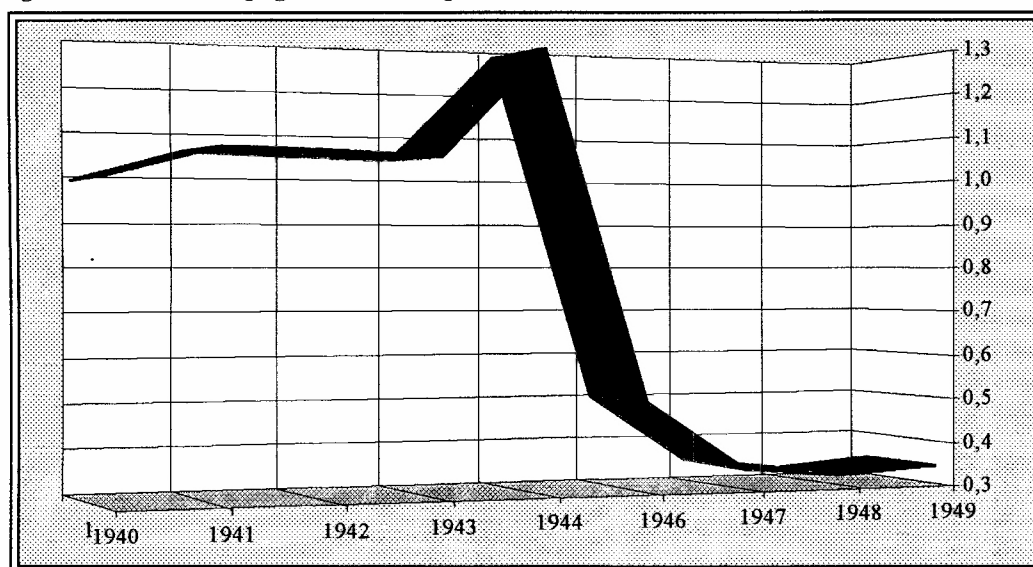
O maior devedor — o governo — não dispunha de recursos para pagar suas contas pendentes com os fornecedores. A receita governamental, reduzida e incerta, era necessária aos gastos de desmobilização militar: transporte das imensas tropas de ocupação e das famílias que as haviam acompanhado. Esperava-se, ainda, o início dos pagamentos de reparações de guerra. Declarando-se sem condições de pagamento, o governo cancelou a sua dívida pendente. As empresas afetadas, evidentemente, encontravam-se inadimplentes.

No setor privado, as empresas que deixaram de existir fisicamente, obviamente, não podiam pagar seus credores, que haviam perdido, também, o total dos valores em garantia. A renda das empresas capacitadas a produzir era incerta. As razões: a falta de matéria-prima e a necessidade de adaptação das máquinas a produtos de paz. A situação começava a evidenciar que poucos agentes econômicos reuniam condições de arcar com os serviços de suas dívidas e de preservar, deste modo, a estrutura contratual do mercado financeiro. E a crise financeira, como já enfatizado, encontra-se na percepção do público de que a estrutura contratual — que caracteriza o sistema financeiro e une os direitos as obrigações — não se sustenta. No período que antecede o evento, torna-se claro que as obrigações não podem ser cumpridas de forma a sustentar os direitos.

A taxa de inflação, somente no mês de dezembro de 1945, alcançava 65%. No início de 1946 foram implantadas medidas de choque que compreenderam as reformas monetária e fiscal. A primeira consistia basicamente no bloqueio das contas bancárias e na conversão forçada do papel-moeda (taxa de conversão 10:1). Como consequência, “houve a diminuição de 74,41% dos ativos líquidos no período de 24 dias, contabilizados entre a data inicial da reforma e o prazo limite da conversibilidade da moeda”.¹ Essa breve recuperação da situação econômica de então é necessária para a compreensão dos fatos.

Os gráficos a seguir mostram o impacto da inflação e das reformas, monetária e fiscal, do pós-guerra sobre o passivo bancário — que representa os direitos dos agentes econômicos — e a sua contrapartida: os ativos. E, na sequência, a virtual extinção do total da dívida mobiliária governamental. Relacionamos o estoque dos meios de pagamento no final de período ao PNB de cada ano. A figura 9.1 mostra o comportamento do total dos meios de pagamento — papel-moeda emitido pelo banco central mais os depósitos nos bancos comerciais.

Figura 9.1 Meios de pagamento como percentual do PNB



Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966 Principal Accounts of All Banks Liabilities², p. 194-5. Currency in Circulation, p. 166-7.³

A relação do saldo do passivo bancário com o produto permite estimar a perda de direitos, imposta ao setor privado, somente no mercado monetário. É importante observar que os dados referentes aos acontecimentos no mercado monetário em 1945 não constam nas estatísticas nacionais do Japão, por isso há lacuna nos gráficos. Por outro lado, esse foi o ano de mais altos índices de inflação e, portanto, de maior perda de direitos imposta pela própria inflação. As nossas estimativas, que estão fundamentadas em informação oficial disponível, subestimam as perdas reais.

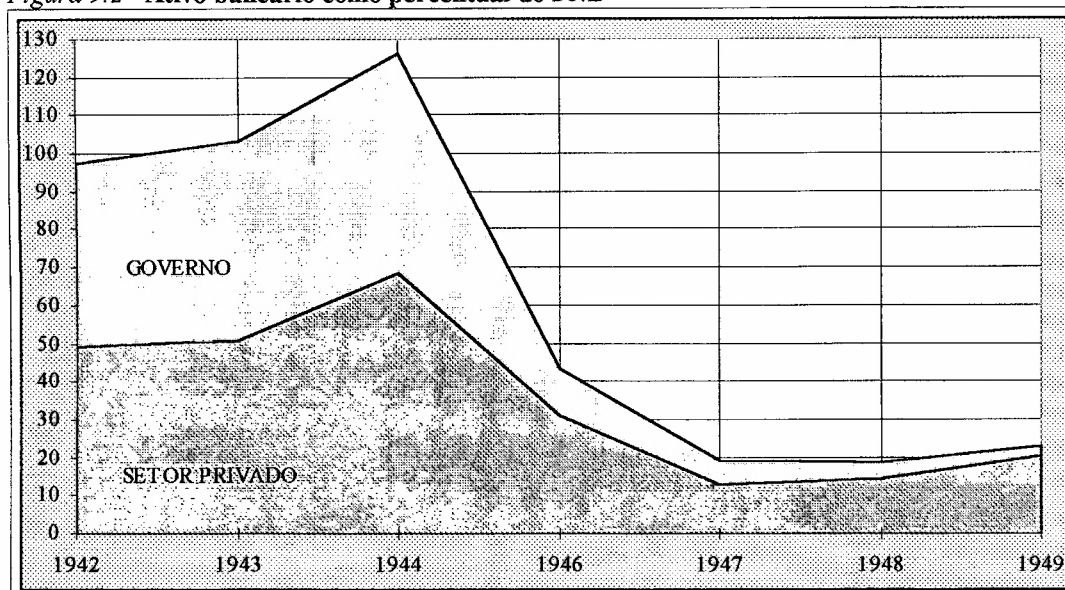
O saldo líquido dos meios de pagamento, que correspondia a um valor um pouco mais alto que o valor do PNB, aumentou sensivelmente de 1944 para 1946. Tomando como base a situação no final de 1944, o estoque dos meios de pagamento de 128,4% do PNB decresceu para 34,6% no final de 1947. O confisco de riqueza no mercado monetário, que foi fruto da ação conjunta da inflação e da reforma monetária, indica uma perda de direitos cujo valor, subestimado, alcança um montante próximo ao valor do produto.

A contrapartida dos depósitos são os ativos bancários que consistem em empréstimos e investimentos. Excluindo o caixa dos bancos e as reservas junto ao banco central, o ativo bancário consolidado daquela época — no conceito de “All Banks” — era representado basicamente por dois itens: empréstimos ao governo, fundamentados em títulos, cujo saldo no final de 1944 representava 46% do ativo total dos bancos comerciais (ou 58% do PNB no mesmo período), e os empréstimos ao setor privado cujo volume alcançava 68% do PNB. O resultado da inflação e do programa de ajuste foi o virtual aniquilamento do valor real destas obrigações (exigibilidades) financeiras.

Como pode ser visto na figura 9.2, no final de 1944 o valor dos ativos bancários perfazia 128% do produto, enquanto no final de 1947, os ativos bancários correspondiam a 19% do PNB: 6% referentes a títulos governamentais e 13% a empréstimos ao setor privado. A extinção de direitos, exemplificada no comportamento do passivo bancário, encontrou a sua contrapartida no virtual cancelamento das dívidas dos agentes econômicos que as haviam assumido no mercado de moeda. A essência de uma crise financeira encontra-se na anulação de direitos e de obrigações

O caso do Japão por sua gravidade pode ser considerado uma situação limite. Há certas vantagens na utilização de casos-limite: eles evidenciam a essência que pode ser mascarada pelo tempo e por outros fatores. Após a reforma, o mercado monetário japonês pôde ser considerado um mercado emergente, em que praticamente todos direitos e obrigações haviam sido zerados.

Figura 9.2 Ativo bancário como percentual do PNB



Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966. Principal Accounts of All Banks Assets.

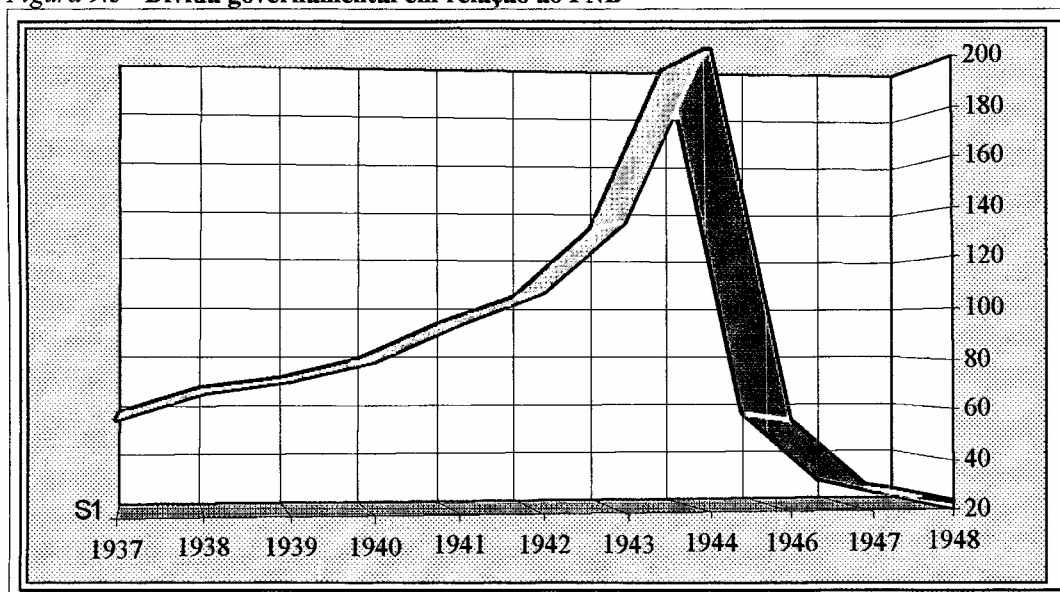
Principal característica das crises financeiras são as falências de empresas e bancos. A nossa informação é restrita. Não dispondo de dados sobre as falências das instituições financeiras japonesas, podemos enfatizar que os 226 bancos (no conceito *All Banks*) existentes em 1942 passaram para 150 no ano seguinte e para 113 em 1944, ou seja, em apenas dois anos o número de bancos foi reduzido a metade, e o movimento de concentração bancária continuou intenso. No final de 1945 os registros reportam a presença de apenas 69 instituições bancárias. Ao redor de uma crise financeira, no mercado bancário, pode ocorrer dois fenômenos: falência de bancos ou liquidações ordenadas de instituições e/ou fusões e aquisições incentivadas pelo banco central — característica marcante, nos dois casos, é a redução do número de bancos. A experiência japonesa demonstra a manutenção desta faceta da crise financeira, mas a reforma monetária no início de 1946 pôs fim ao processo de redução de número de bancos, que se observava desde o início dos anos 30.

A rapidez na implantação da reforma monetária, a centralização das operações de câmbio e o relativo isolamento do Japão do resto do mundo inibiram a especulação com moedas estrangeiras ou a transferência de valores para o exterior que é a outra face das crises financeiras.

A reforma fiscal empreendida em 1946, que instituiu impostos extraordinários e progressivos sobre os patrimônios, com alíquotas verdadeiramente leoninas que chegavam a 90%, à primeira vista parece puro confisco de capital. Além da virtual anulação de direitos e obrigações no mercado de ativos financeiros, no mercado de ativos reais a crise financeira resulta em repasse e concentração de propriedade que, considerada como arbitrária, corrói a coesão social.

A alta taxa, ao retirar o poder de compra daqueles poucos felizardos que ainda o possuíam num país devastado pela guerra, não permitiu que os detentores de riqueza e renda se beneficiassem da situação para adquirir propriedades de outra parcela da população, que havia ficado sem renda e poderia se ver obrigada a desfazer de seus bens mesmo a preços de liquidação. Através da reforma fiscal, foi barrada a oportunidade especial de obtenção de lucro devida à ação dos especuladores, porque não havia sentido aumentar o patrimônio, se este acréscimo seria repassado em forma de imposto. O direito de propriedade real, que é um entre os dois direitos profundamente afetados nas crises financeiras, foi preservado. A rara competência quanto à concepção da reforma fiscal — demonstrada através dos efeitos sobre o mercado de ativos reais — ao eliminar uma das características fundamentais das crises financeiras: a concentração de patrimônio, resguardou a coesão social da sociedade japonesa (na medida do possível dada a situação).

Figura 9.3 Dívida governamental em relação ao PNB



Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966 National Government Debts, p. 158.

Uma visão da evolução do endividamento governamental e do cancelamento do estoque de dívida é dada pelo quadro 9.3, onde os valores do estoque da dívida no final de período são expressos em relação ao PNB de cada ano.

A política governamental poderia ser sintetizada no seguinte raciocínio: “Entramos juntos na guerra e perdemos juntos. O governo não tem condições de pagar sozinho a dívida assumida. Cada um que trate de se arrumar.” A renda do governo, obtida via impostos extraordinários, não foi utilizada para a compra de papéis no mercado financeiro. Ela atendeu os extraordinários gastos governamentais correntes. O parque industrial japonês permaneceu nas mãos de seus proprietários que trataram de reestabelecer as relações de crédito e de recuperar a capacidade produtiva do país.

9.1.1 O PREÇO DO AJUSTE

O valor exato do ajuste certamente não será conhecido, mas o total da dívida governamental, que no final de 1944 havia alcançado um valor equivalente a 203% do PNB, em quatro anos foi reduzido para 28%. Aproximadamente um quarto deste valor (55 bilhões de ienes em 1945) encontrava-se nos bancos comerciais sob a forma de ativos, fundamentando o valor dos depósitos. Deduz-se que o resto (ou direitos no montante de 150% do produto) estaria nas mãos dos agentes econômicos, pessoas físicas e jurídicas. Tendo em vista que durante o período em exame o governo japonês não promoveu privatizações nem compra de títulos, o virtual aniquilamento da sua dívida dá dimensão da perda patrimonial absorvida pelo setor privado. Entre inflação e reforma monetária, o confisco de direitos pode ser estimado (subestimado) em um valor equivalente a mais de duas vezes o produto do país. O povo, que havia endossado a guerra, ao lado de seus outros custos, pagou o ônus financeiro que havia se acumulado em forma de direitos contra o erário governamental.

A experiência japonesa não serve de exemplo do ponto de vista teórico. Porém, numa análise retrospectiva, a solução encontrada, na época, foi muito engenhosa e rápida. O imenso estoque de dívida governamental poderia ter resultado em uma espiral de déficit, dívida, inflação e falta de crescimento econômico por muitos anos, ou mesmo por décadas, comprometendo o desenvolvimento do país.

JAPÃO 1948-1994

9.2 OS MEIOS DE PAGAMENTO OU O PASSIVO BANCÁRIO

A reforma monetária japonesa com a imensa expropriação de direitos que representou não abalou a confiança na moeda nacional nem nas instituições financeiras, pois o milagre econômico só foi superado pelo crescimento do mercado monetário.

Não havia agregados monetários, de fato, até 1965, porque o total dos meios de pagamento do país expressava-se em papel-moeda e depósitos. Em 1942 os depósitos à vista e a prazo passaram a ser separados, mas os depósitos a prazo, que aparecem em 1942 e 1943, desaparecem por razão óbvia (inflação/hiperinflação), ressurgindo com a estabilização da inflação em 1948. Após aquele ano, sua participação em relação aos depósitos cresceu e, em 1957, a metade dos depósitos consistia em depósitos a prazo.

Como é de praxe, M1 inclui papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, M2 consiste em M1 mais os depósitos a prazo e os de poupança. Os CD (certificados de depósitos) surgem, pela primeira vez, em 1980. A partir de então, M1 torna-se M1 mais CD. Até 1970, as contas dos haveres financeiros eram referentes aos bancos comerciais regulamentados (conceito “*All Banks*”), elidindo algumas instituições de poupança, cooperativas de crédito e investimento, alguns bancos especiais e outras pequenas instituições financeiras. A partir de então os agregados monetários incorporaram os recursos destas instituições e foi aberto mais um agregado — o M3.

Portanto, a organização dos agregados monetários em sua forma atual e amplamente aceita de M's consta a partir de 1970 e há estimativas que retrocedem para 1965. A incorporação de várias contas de instituições financeiras que anteriormente não faziam parte da contabilização dos meios de pagamento é a razão de haver saltos no comportamento dos haveres financeiros nos gráficos. Não há inovações financeiras nos agregados pós 1980, o que demonstra a maior consistência dos dados para este período.

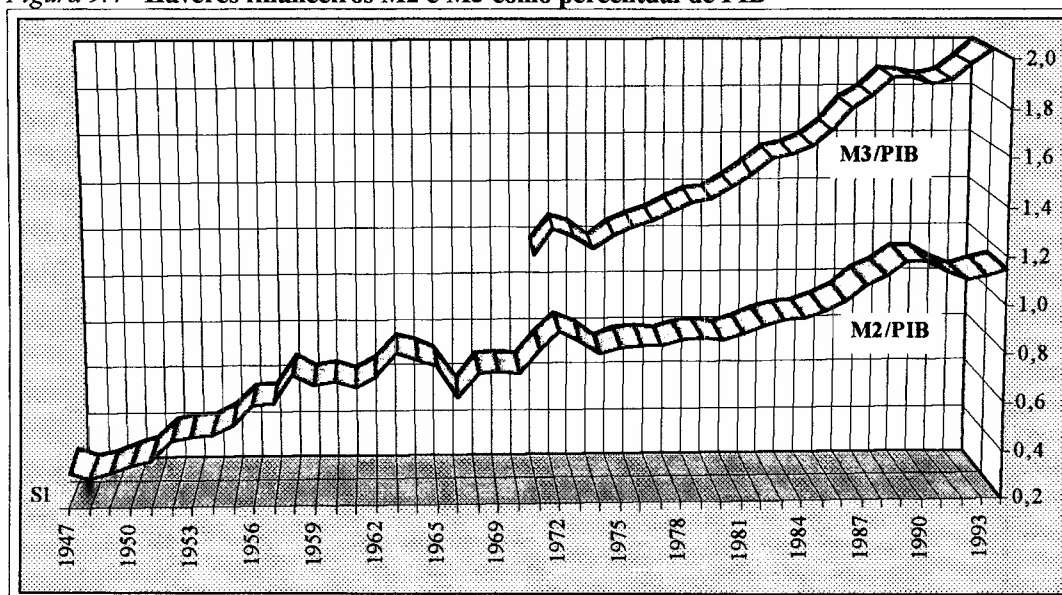
Conforme a informação refletida na figura 9.4, o saldo líquido real dos haveres financeiros (saldo no final do ano/produto), de 34,6% no conceito de M2 em 1947, cresceu constante e paulatinamente, alcançando um valor equivalente a 120% do produto japonês em 1990. Esse crescimento aponta para um acréscimo real e substancial das dívidas contraídas no mercado monetário. A título de informação, o volume de recursos no mercado monetário (passivos e ativos dos bancos) historicamente havia superado o valor do produto somente ao redor da Segunda Guerra Mundial.

O volume do haveres financeiros — meios de pagamento, num conceito mais amplo de M3 (ou liquidez total) — alcançava duas vezes o volume do produto em 1994. A evolução dos saldos dos passivos bancários em relação ao produto, quer no conceito de M2 ou no de M3, demonstra uma elevação praticamente constante durante todo o período em exame. Se esse fato mostra, por um lado, o aumento *real* das dívidas, por outro demonstra que o endividamento das empresas no mercado monetário não é fruto de uma euforia resultante dos altos lucros obtidos (tal como consta em Fisher). O aumento do crédito em relação ao produto parece consequência do funcionamento normal da economia japonesa.

O aumento ‘excessivo’ dos meios de pagamento é o argumento que sustenta a visão e a explicação monetarista das crises financeiras. Partindo da experiência japonesa, e considerando, por exemplo, M2 como representante do total dos meios de pagamento: suponhamos que o Japão passasse por uma crise financeira. Em qualquer um dos anos entre 1947 e 94 se verificaria um ‘excessivo’ aumento dos meios de pagamento que justificaria a crise.

Ao considerar o comportamento de M1, como veremos, a situação piora: o seu comportamento não permite encontrar razão alguma para a eclosão de crise financeira no Japão. Ou seja, o comportamento dos meios de pagamento não é suficiente para a determinação das condições ou para o aumento da probabilidade de uma crise financeira.

Figura 9.4 Haveres financeiros M2 e M3 como percentual de PIB



Fonte: Financial Statistics of Japan. Institute of Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Tokyo, Japan. Vários números. Obs: até 1965 utilizamos o PNB.

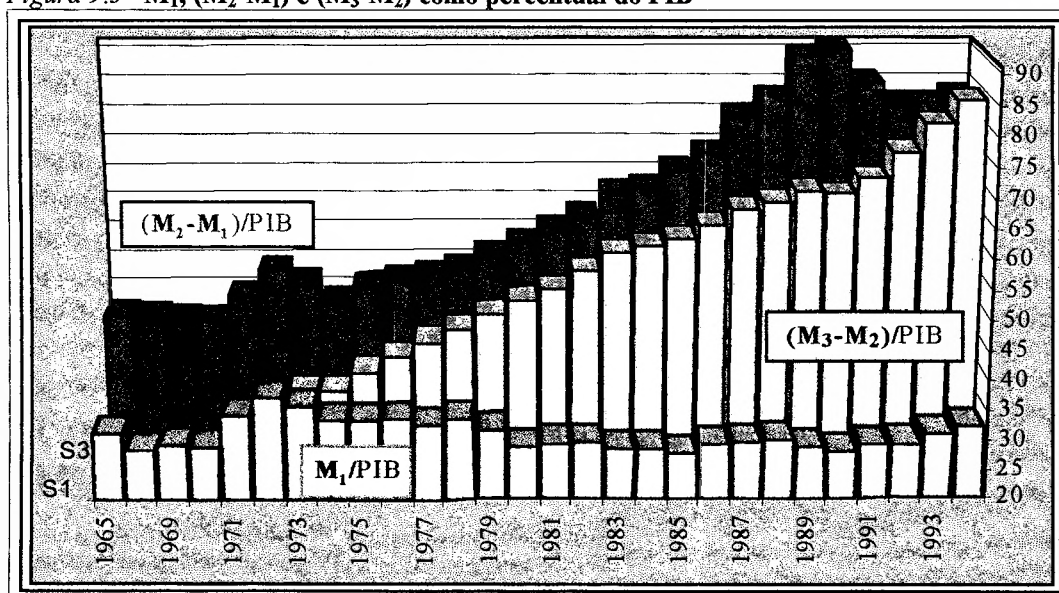
Na teoria econômica é praxe identificar o aumento total dos meios de pagamento (e do crédito) como acréscimo na base monetária ou na oferta monetária no seu conceito de M1. A economia japonesa demonstra a falácia desse raciocínio. De 1947 a 1994, isto é, no decorrer de 47 anos, a relação de M1 com o produto não variou de forma significativa, enquanto o aumento dos haveres financeiros em relação ao produto apresenta um crescimento praticamente constante. Após o episódio de desenfreada emissão em 1945, os gestores da moeda têm demonstrado extrema prudência na utilização dessa fonte de financiamento. A oferta monetária (M1), durante cinquenta anos, mantém relação praticamente estável com o produto, evidenciando que a preferência dos agentes econômicos por estoque de moeda doméstica (os saldos reais) mantido nos seus portfólios não sofreu alteração relevante.

Um gráfico da relação M1/Produto chega a ser monótono, por isso elaboramos um que inclui a evolução de cada agregado monetário em separado. Dos estoques de final de ano subtraímos os valores dos componentes de cada agregado dos demais: isto é, de M3 subtraímos M2, e de M2 o M1, dividindo o resultado pelo valor do PIB do respectivo ano.

Como se pode ver na figura 9.5, M1 manteve seu volume ao redor de 30% do produto de cada ano entre 1971 e 94, o que demonstra que (1) a velocidade renda da moeda no Japão foi praticamente constante durante o período em exame, (2) as autoridades monetárias daquele país não poderiam ter controlado o aumento dos meios de pagamento, num conceito mais amplo, via controle da oferta monetária. Porque o volume total (*e real*) dos meios de pagamento M2 e M3 não deixou de crescer. O comportamento dos agregados monetários força à seguinte conclusão: a oferta monetária, no conceito clássico de M1 durante todos estes anos, apresenta pouca relação com a expansão do total dos meios de pagamento, quer no conceito de M2 ou M3.

Em outras economias como a norte-americana e a brasileira, as taxas de inflação e as inovações financeiras resultaram em encolhimento do saldos reais e na redução da relevância da oferta monetária para a política econômica. Nos Estados Unidos, por exemplo, M1 como percentual de produto caiu de 50% em 1946 para se situar ao redor de 15% no período 1980-90. A oferta monetária no Japão, no conceito mais restrito de M1, perdeu importância porque representa a menor parte da liquidez total (M3). Mas ao contrário do que ocorreu em outras economias, esse fato foi devido somente ao aumento dos demais haveres financeiros e não à diminuição de M1 que são 'saldos reais' em caixa.

Figura 9.5 M_1 , (M_2-M_1) e (M_3-M_2) como percentual do PIB



Fonte: Financial Statistics of Japan. Institute of Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Tokyo, Japan. Vários números.

Em 1971 o volume do total dos meios de pagamento exceto M_1 (M_3-M_1) constituía 81% do produto do Japão e em 1994 representava 167,2% do produto. Houve, portanto, uma expansão real de 86% — isso não obstante a irrisória modificação na oferta monetária em termos reais. Considerando-se os valores iniciais e finais e o fato de que a moeda representa dívidas assumidas pelas unidades econômicas, pode-se concluir que houve um aumento real das dívidas da ordem de 86% do produto. Na seqüência do trabalho verificaremos qual dos setores, privado ou público, arcou com a maior parte desse endividamento.

O nosso propósito é mostrar que em economias financeiramente desenvolvidas (1) o aumento real dos meios de pagamento — num conceito mais amplo de liquidez total e a longo prazo — não é somente fruto de ação deliberada das autoridades monetárias; (2) Ele demonstra endividamento *real* e paulatino das unidades econômicas; (3) Maior endividamento resulta em maior parcela do produto destinada ao pagamento dos encargos das dívidas e maior incentivo à entrada de novos bancos em função do aumento de participação do setor na renda nacional.

Este será o ponto de partida para mostrar que o aumento do endividamento resulta em redução do volume dos lucros (e da taxa de lucro) das empresas não financeiras. A diminuição dos lucros leva a redução das fontes internas de investimento das empresas, sendo a razão da queda nos níveis de investimento. Lucros e taxas de investimento menores, e em queda, frente a um substancial endividamento, tornam a economia mais sensível a choques adversos.

Um exame da evolução dos haveres financeiros não basta para a avaliação da possibilidade de eclosão de uma crise financeira. O estudo das crises financeiras exige a análise do comportamento da economia 'real' e da complexa e pouco compreendida dinâmica que une os setores produtivo e financeiro. A essência da crise financeira encontra-se na formação de uma estrutura de dívidas tal que as empresas não financeiras encontram dificuldades cada vez maiores de pagar os encargos de suas dívidas. Nessa dinâmica reduzem-se os lucros (mas não necessariamente o excedente econômico), o nível de investimento e, de novo, os lucros.

Embora assumam a aparência de um fenômeno monetário, a essência da crise financeira terá de ser procurada na formação das dívidas e na distribuição do excedente entre os lucros e os juros. São poucos os

economistas teóricos, como Schumpeter e Minsky, que reforçam a necessidade e importância de um estudo sério e minucioso do efeito da divisão dos lucros (ou do excedente) sobre o investimento.

O excedente econômico em forma de juros dependerá do volume das dívidas multiplicado pela taxa de juros. Considerando a taxa de juros constante, num primeiro momento, maior estoque de dívida significa maior parcela do excedente destinada ao pagamento de juros. Nesse quadro, há um agravante: a relação entre o volume das dívidas e o risco do credor. A consequência, num segundo momento, é um aumento da taxa de juros.

Num mercado creditício estreito, como no Japão em 1947 quando os depósitos não alcançavam 20% do produto, o volume de juros não poderia representar parcela significativa do excedente ou um grande ônus sobre os lucros. Ao se considerar 160% do produto — conta aproximada para 1994: liquidez total (M3) duas vezes PIB menos 30% em M1, que são recursos teoricamente não remunerados — o quadro se transforma radicalmente.

9.2.1 O OUTRO LADO DA MOEDA — O ATIVO BANCÁRIO

A contrapartida dos haveres financeiros é o ativo bancário que consiste basicamente em empréstimos e investimentos. As estatísticas financeiras do Japão não abordam somente o lado da moeda como as de muitos outros países, mas apresentam os dois lados do balanço consolidado dos bancos, o que permite verificar a destinação do crédito — ou quem arca com a maior parte das dívidas e com os seus encargos.

No gráfico 9.6 apresentamos o volume real — estoque no final de ano/ PIB — e a destinação do crédito, de 1942 a 1994. Até 1970 os itens de crédito de forma geral eram divididos em crédito ao setor privado e ao governo. A partir de então, as contas ganham subdivisões. O crédito ao governo foi classificado em empréstimos para o governo central e para os locais (administrações de províncias e municípios japoneses). A esmagadora parcela (mais de 90%) do crédito aos governos (central e locais) fundamenta-se em títulos. O crédito ao setor privado, por sua vez, compreende os empréstimos domésticos e as operações com comércio exterior.

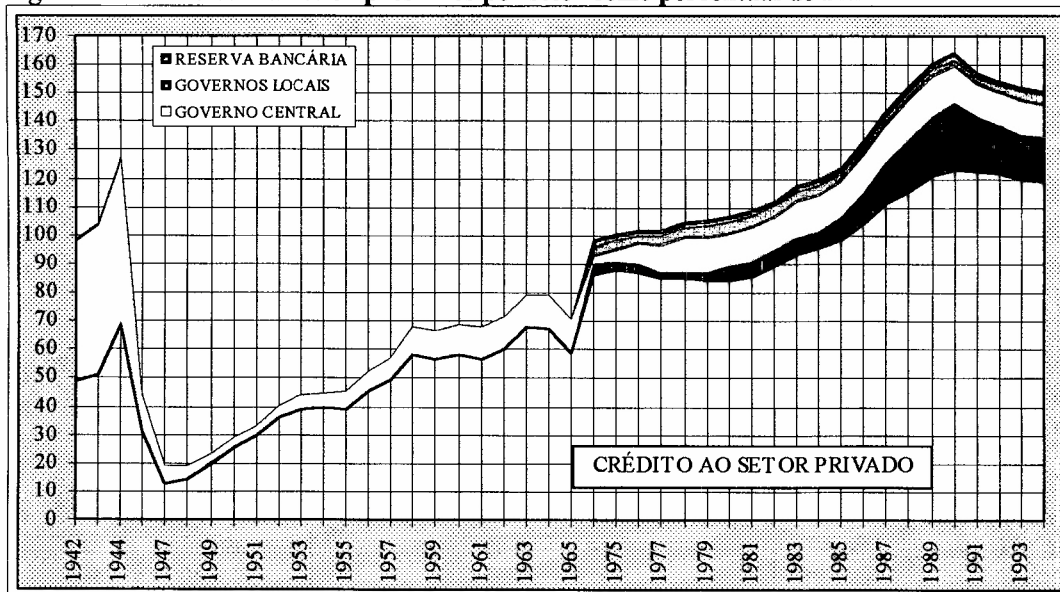
Em primeiro lugar, o gráfico 9.6 permite a visualização da crise financeira do pós-guerra, quando os depósitos de um volume equivalente a 128% do PIB caem para cerca de 20%. Alcançada a estabilização da economia, o volume de crédito, como já esperado pelo exame dos meios de pagamento, apresenta um constante e ininterrupto crescimento em relação ao produto.

É possível visualizar o lento mas constante aumento do endividamento das empresas nacionais privadas na economia japonesa, porque de 1947, quando o volume do ativo bancário era de 19% em relação ao produto do país, até 1990, quando o estoque de dívida no mercado monetário alcançava 160%, o crescimento é nítido, paulatino e constante. A relativa interrupção, observável entre 1965 e 1970, deve-se à nossa falta, porque não conseguimos obter os dados para todos os anos da série.⁴

No início dos anos 80, o volume de crédito (endividamento geral e real) iguala-se aos níveis observados ao redor da Segunda Guerra Mundial. A partir de 1990 — quando o endividamento do setor privado alcança o mesmo patamar de 1944, em relação ao respectivo produto — observa-se uma inversão dessa tendência e o volume real de crédito decresce junto com as taxas de inflação e com um aumento relativo na oferta monetária. A oferta monetária (M1), como percentual do produto, cresceu de 29% em 1990 para 32,3% em 1994, nesse tempo a taxa de inflação de 3% em 1990 se reduziu para 0,7% em 1994.

Para que os bancos possam cumprir suas obrigações, o ativo bancário deve render um valor capaz de cobrir as despesas operacionais do próprio setor, proporcionar lucro e remunerar os depósitos (aquilo que subsiste como meio de pagamento ou moeda do outro lado do balanço). Esse valor é pago por aqueles que contratam os empréstimos.

Figura 9.6 Ativo bancário: empréstimos por setor como percentual do PIB



Fonte: 1942-65: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966
 1970-94: Financial Statistics of Japan. Institute of Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Tokyo, Japan.
 Vários números. Observação: até 1965 a base utilizada foi o PNB.

No caso da economia japonesa, a maior parte dos empréstimos no pós-guerra destinam-se ao setor privado. O paulatino mas constante aumento no endividamento geral e real da economia (*ceteris paribus* ou considerando a taxa de juros estável), aponta para uma parcela crescente do produto a ser canalizada como remuneração dos empréstimos.

Analisemos dois impactos dessa situação: (1) no próprio sistema bancário e (2) na economia 'real'. Maior parcela do produto nacional fluindo para um dado setor significa incentivo à entrada de novos concorrentes e maiores custos totais do setor. Se a legislação de dado país não permitir a entrada de novos bancos, as instituições presentes aumentarão a sua escala, abrindo novas agências e empregando maior número de pessoas. Em função de relativo aumento de escala, o custo por unidade de produto pode (e deve) baixar — produto, neste caso, é o crédito concedido, processamento de documentos, etc. —, mas estamos interessados no custo total do sistema bancário em termos de bens físicos.

O endividamento crescente da economia japonesa, nítido na relação crédito/produto, relaciona-se através do risco do credor, a acréscimo na taxa de juros. Taxas de juros altas (e em ascensão), cujo significado é a redução das fontes do investimento, imprimem impacto negativo na dinâmica da economia.

É importante destacar o comportamento das reservas do setor bancário no banco central. O volume de reservas bancárias em relação ao total dos ativos é tão reduzido, que se torna praticamente imperceptível no gráfico 9.6. Mas há economistas que insistem na sua relevância nos momentos de crises financeiras. As reservas bancárias no regime de moeda conversível eram constituídas basicamente de metais preciosos, isto é, ativos com valor intrínseco. Este valor (ou o seu poder de compra) aumentava desmesuradamente em tempos de turbulência financeira.

Atualmente, as reservas bancárias têm um valor simbólico, pois em caso de necessidade pode-se imprimir moeda ou as 'reservas' do sistema não são fixas a curto prazo como no caso do ouro. Mudaram a substância e o significado econômico das reservas bancárias.

que importava, porque com a redução do valor do produto e dos demais ativos poderia ser denominada, com extrema propriedade, de função brutal aumento de poder de compra.

A informação privilegiada dos bancos sobre o desempenho das empresas lhes permite investir em ativos (ações e títulos) de melhor qualidade e aproveitar oportunidades que surgem com o crescente endividamento das empresas. Em caso de necessidade, os bancos vendem ativos próprios e dos devedores inadimplentes. Venda generalizada de ativos identifica a crise financeira. (Modelo de uma 'crise de ativos' no anexo dois deste trabalho).

Passaremos à análise do comportamento dos lucros do setor não financeiro que garante a receita dos bancos e depositantes. Cabe ressaltar a existência da visão popular e equivocada de que os recursos repassados são apropriados pelo setor bancário. De fato, parte deles é canalizada para as receitas dos bancos. Esses recursos se expandem com o aumento do volume dos empréstimos e da taxa de juros, que acompanha o desenvolvimento e o ciclo econômico. Entretanto, a maior parcela é destinada à remuneração dos depósitos. São direitos dos depositantes e não dos bancos.

9.2.2 OS LUCROS E A RENDA PESSOAL DE JUROS

Mostrando a participação dos lucros e da renda pessoal proveniente de juros no decorrer de sessenta e dois anos, o gráfico 9.7 permite a comparação entre as modificações dessas duas formas básicas sob as quais subsiste o excedente econômico. O gráfico envolve os lucros das corporações antes de imposto de renda e a renda pessoal de juros. Os dois valores são expressos como percentual da renda nacional.

Cabe observar que a renda pessoal de juros é apenas parte da renda devida a juros, outra parcela, sob o nome de renda não operacional, já está incorporada no cálculo dos lucros das corporações. Mais uma parcela, relacionada com o funcionamento do setor bancário, encontra-se incorporada à renda deste setor. O aumento da parcela de renda devida a juros durante o ciclo econômico é um incentivo à entrada de novos concorrentes no setor bancário, indicando, ainda, o crescimento de número de postos de trabalho.

No decorrer da década de 20 à medida que a participação dos lucros no produto decrescia aumentava a parcela dos juros pessoais na renda. Em 1930, para cada unidade monetária de lucro (antes de impostos) havia praticamente três de juros pessoais. Naquele ano, a participação dos lucros das corporações na renda nacional era de 4,3%, enquanto a renda pessoal de juros constituía 12,8%. Note-se que em 1930 e 31 os lucros *líquidos* (após pagamento de impostos) das corporações foram negativos. A diferença entre os lucros antes de depois de pagamento de impostos indica a presença de empresas bem-administradas que apuravam ótimos lucros. De fato, as mais destacadas empresas japonesas (as principais empresas segundo a contabilidade) não chegaram a apurar prejuízos.

Ao redor de 1930, quando o mundo estava em crise econômica, a renda pessoal proveniente de juros superava os lucros antes de impostos no Japão, assim como nos Estados Unidos. Mas, ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, onde a metade dos bancos faliu num período de três anos, poucos bancos faliram no Japão. Durante todo o período que envolve o final dos anos 30 até 1945, houve no Japão extrema concentração bancária e de capital físico. Os 1.004 bancos em 1929, foram reduzidos para 226 em 1942 e para 69 em 1945.

A falência dos bancos norte-americanos e a desvalorização do dólar em 1934, ao reduzirem o valor e o peso das dívidas — junto com as medidas do plano de estabilização *New Deal* —, devolveram o país à rota de crescimento. Entretanto, um crescimento sustentado da economia norte-americana apenas foi verificado no início da Segunda Guerra Mundial. Aumento sustentado da acumulação privada de capital só foi possível com o desaparecimento das dívidas ou quando a parcela dos juros na renda nacional norte-americana era insignificante.

A Depressão dos anos 30 no Japão foi superada de outra forma. Em 1931, o Japão invadiu a China conquistando a Mandchuria, onde permaneceu até 1945. É um exemplo de guinada de política econômica. Houve substituição de investimento direto no exterior por outro de conquista territorial. O investimento direto japonês na China, antes de 1931, era substancial e a conquista de Mandchuria foi só o início, porque entre 1931 e 1945 o Japão se envolveu em longos conflitos bélicos que não são objeto deste trabalho.

A conquista de territórios, fontes de suprimento de matéria-prima e mão-de-obra mais barata, poderá ser vista como um choque positivo de oferta. Mas do lado da demanda agregada, a conta ficou acumulada no erário público.

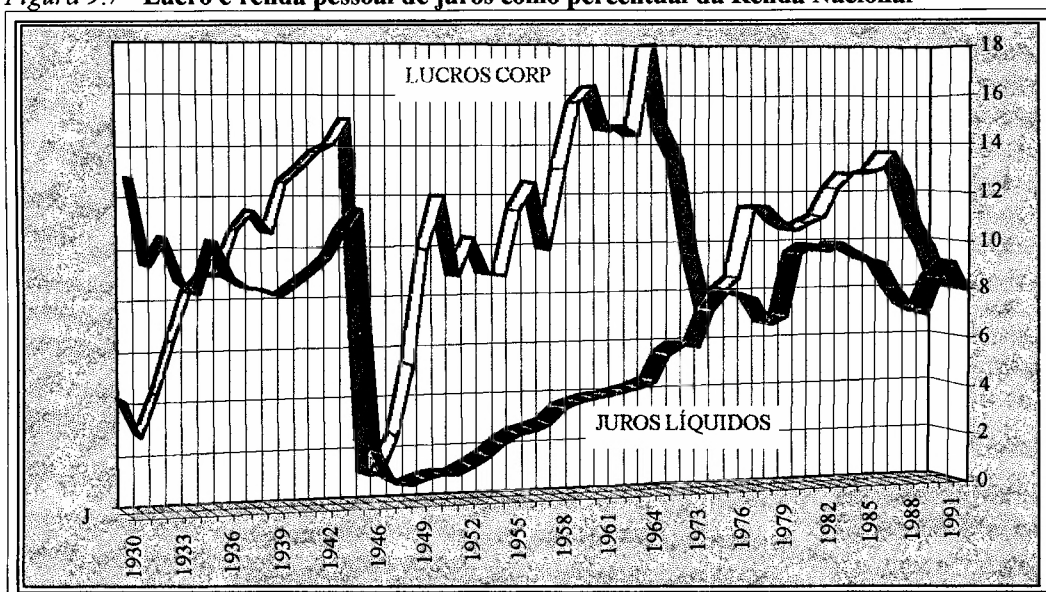
Como é possível verificar no gráfico 9.7 há uma inversão na participação dos lucros como parcela da renda, os lucros das corporações apresentam uma expressiva taxa de crescimento. A renda pessoal proveniente do pagamento de juros se mantém num patamar praticamente estável de 1930 até o final da Segunda Guerra Mundial, enquanto a participação dos lucros das corporações na renda nacional japonesa cresce.

A contrapartida da crescente participação dos lucros das corporações na renda nacional japonesa pode ser explicada pelo aumento explosivo da dívida pública. A política de gasto público — que sustentou os lucros das corporações e o investimento, *apesar da parcela substancial de renda repassada como juros* — resultou no excessivo aumento da dívida governamental, que cresceu de 50% do PNB em 1930 para 203% em 1944. Os países que não contaram com esse tipo de política, como os Estados Unidos, entraram na depressão profunda dos anos 30, da qual saíram efetivamente ao redor da Segunda Guerra Mundial. O Japão, aparentemente, foi menos afetado pela crise dos anos 30, entretanto o desfecho foi a crise financeira do pós-guerra. Como o maior devedor foi o governo, a crise se expressou num processo de extrema inflação que aniquilou as dívidas acumuladas.

O período 1930-44, que se não existisse a guinada política poderia ter sido caracterizado como de fragilidade financeira, foi marcado por extrema concentração bancária e de capital produtivo. Em 1937 quatro grandes conglomerados (*zaibatsu*) — Mitsubishi, Sumitomo, Mitsui e Yassuda — detinham 15% da indústria pesada do país e vários bancos, os dez maiores conglomerados, entre os quais Nomura, Aikawa (Nissan) e Okura, além dos já citados, possuíam 25% do capital industrial. Em 1946 essa participação era de 32% e 49%, respectivamente.⁵ As *zaibatsu* operavam em regime de associação (monopólio) e mantinham estreitos laços com o governo.

O crescente poder político das corporações japonesas, acompanhado da concentração de capital, foi responsabilizado pela política de conquista territorial e, por pressuposto, da dívida pública. A administração norte-americana do pós-guerra que elaborou a nova Constituição do país — ratificada pela Dieta (parlamento japonês) em 1947 — encarregou-se de garantir uma legislação que diminuía o poder econômico e político das grandes corporações. Os norte-americanos que viam as *zaibatsu* como anticompetitivas (no plano econômico) e antidemocráticas (no plano político) promoveram, logo após a ocupação, o congelamento dos ativos dos dez maiores conglomerados. Devido a problemas políticos mais amplos, tais como a ameaça da China e URSS aos interesses norte-americanos, a Lei da Desconcentração de 1947 — que conferia poder ao comandante supremo das Forças Aliadas, Douglas MacArthur, de reorganizar e até demitir o pessoal das *zaibatsu*, ou mesmo dissolvê-las — não foi totalmente implementada. Decorridos trinta anos, o nome desses conglomerados tornou-se conhecido internacionalmente.

Figura 9.7 Lucro e renda pessoal de juros como percentual da Renda Nacional



Fonte: 1930-64: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966
1965-92: Japan Statistical Yearbook, Vários números.

Após a crise financeira do pós-guerra, o Japão retomava o crescimento. Este iniciou-se quando a parcela da renda devida a juros era pouco expressiva, ou mesmo insignificante. O lucro das corporações apresentou um aumento notável de 1947 até 1950 e a tendência de crescimento se manteve até os meados dos anos 60. Durante esse tempo havia paulatino aumento da parcela da renda devida a juros, a qual indica o aumento do volume e dos encargos das dívidas.

Os lucros das corporações como parcela da renda do Japão decrescem significativamente até os meados dos anos 70. 1975 é um ano marcante porque a renda pessoal devida a juros iguala o volume dos lucros das corporações. A partir daquele ano, o Japão redireciona a sua política econômica e o nível de endividamento das empresas japonesas, no território japonês, como veremos, praticamente pára de aumentar. Em primeiro lugar, o Japão se concentrou em aumentar os mercados para os seus produtos, ou a sua demanda agregada. Grande parcela do superávit crescente passa a se acumular como direitos contra ativos externos. No início dos anos 80, além dos direitos em ativos externos no mercado financeiro internacional, os grandes conglomerados iniciam investimentos diretos externos e compra de ativos produtivos e reais. Caberia uma análise separada dos resultados dos investimentos internos e externos.

Centrando-se em nível nacional, no gráfico 9.7, é fácil perceber que enquanto a participação dos juros líquidos na renda nacional cresce, alcançando no início dos anos 80 um nível parecido àquele verificado nos anos 30, esse movimento é acompanhado por uma redução na participação dos lucros na renda nacional. O quadro é semelhante àquele de outra economia líder: a norte-americana.

Importante para os propósitos deste trabalho é mostrar que o peso crescente das dívidas reflete num comportamento competitivo (concorrente) entre lucros e juros. A renda real do capital físico a longo prazo diminui, enquanto aumenta a parcela de renda devida a juros. Este comportamento independe da parcela de juros incorporada aos lucros das corporações. Nesse movimento, as empresas se tornam cada vez menos lucrativas e mais arriscadas, deixando a economia nacional propensa a crises financeiras.

Observações:

(1) O crescimento de participação da renda devida a juros, acompanhando o aumento real das dívidas, segue um padrão relativamente estável de crescimento na economia japonesa ou, então, na norte-americana. Esse comportamento demonstra que o crescente endividamento das empresas não pode ser atribuído a fatores fortuitos, assim, só pode ser fruto do funcionamento normal destas economias.

(2) Enquanto a participação dos lucros das corporações no produto nacional decresce, a participação das corporações no produto japonês aumenta, o que indica maior decréscimo na taxa de lucro. Nesse período no Japão, como em todos os países desenvolvidos, a relevância da agricultura, das pequenas empresas familiares e da renda proveniente de aluguel foi decrescente. Os últimos itens, ao lado dos salários e ordenados, são os componentes da renda.

9.3 O GRAU DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS NO JAPÃO

A idéia da relação entre um endividamento 'excessivo' e a ocorrência de crises financeiras foi inicialmente apresentada por Thorstein Veblen⁶ em 1904, no livro *The Theory of Business Enterprise*. A partir de então, como já mencionado, Hawtrey e Fisher lhe deram continuidade nas décadas de 1920 e 1930, respectivamente, isto é, exatamente ao redor da mais grave crise econômica mundial e de várias crises financeiras nacionais. Perdendo relevância e força, a idéia volta à pauta de pesquisa dos economistas somente após a crise das dívidas em 1982, quando foram verificados altos níveis de endividamento geral das empresas nas economias desenvolvidas e crescentes parcelas da renda nacional canalizadas para o pagamento de dívidas. Foram as ameaças e a eclosão de crises financeiras que revigoraram a idéia.

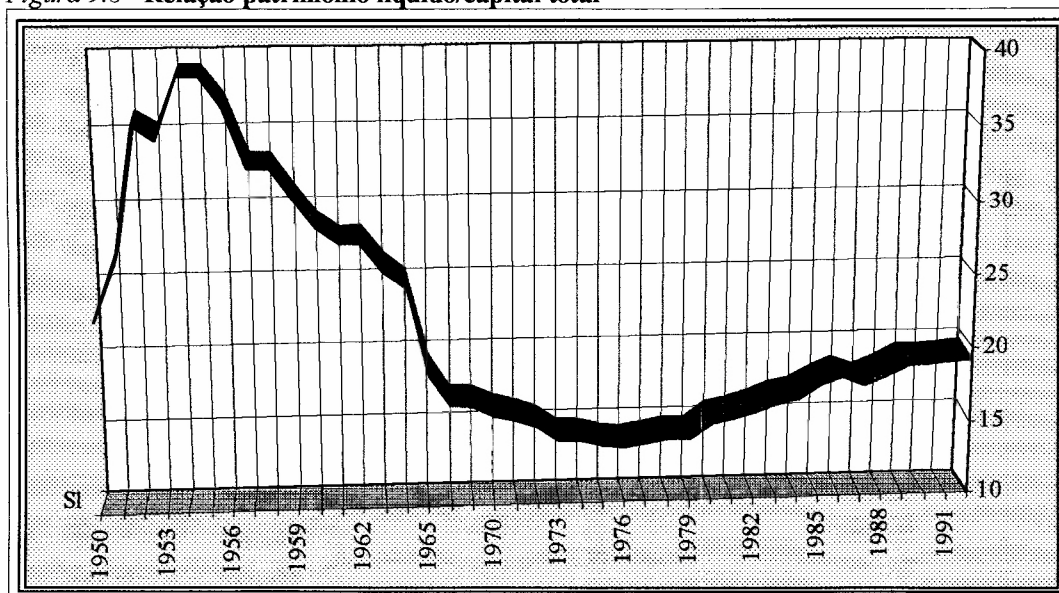
O desenvolvimento do capitalismo está indissoluvelmente ligado ao das instituições financeiras e de um ambiente juridicamente definido, que facilita a utilização do crédito. Outro fator que promove a utilização do crédito (e o desenvolvimento econômico) é a previsibilidade das regras de política econômica que não podem ser modificadas bruscamente. Essas condições oferecem menor incerteza e risco para o crédito (tanto para o credor como para o devedor) e menor custo na concessão de crédito, aumentando a eficiência alocativa do sistema. Quanto mais desenvolvida for a economia, mais confiáveis serão suas instituições, apresentando menor volatilidade política, e maior será a utilização de recursos externos por parte das empresas e vice-versa. Ou seja, há um inter-relacionamento estreito entre o grau de utilização do crédito e o desenvolvimento econômico.

A utilização de crédito e o grau de endividamento das empresas dependerão de todo o arranjo institucional de um país. Não há, portanto, um nível absoluto e universalmente válido de endividamento. Cálculos de níveis de endividamento considerados inaceitáveis, ou mesmo perigosos para uma economia, não o são para outra. O aumento do endividamento das empresas é um dos fatores presentes na eclosão das crises financeiras, mas, tomado por si só, não explica as crises financeiras.

Depois de se ter destacado que a moeda, na sua maior parte, representa dívidas, o endividamento das empresas pode ser medido pelo aumento dos haveres financeiros, com uma ressalva: as dívidas assumidas no mercado monetário nacional são apenas uma parcela do endividamento total das empresas. Há de se considerar o crédito direto — entre as próprias empresas — e outros instrumentos de crédito tais como debêntures, não contabilizados no mercado monetário. A insolvência de uma empresa pode afetar a solvência dos seus parceiros comerciais e credores diretos, inter-relacionando, assim, as duas formas de crédito. Esta situação pode evoluir para a crise financeira se afetar grande número de empresas.

A maneira mais comum de medir o endividamento das empresas é através da razão Patrimônio Líquido/Capital Total. Este indicador revela a parte de recursos internos em relação ao capital total utilizado e indica a alavancagem financeira das empresas. O grau de endividamento das empresas mostra a sua capacidade de pagar os encargos das dívidas e, deste modo, a sua capacidade creditícia. Tendo em vista que os encargos financeiros são uma despesa contratual fixa, que independe da geração de lucro, um alto índice de endividamento sinaliza para o aumento do risco de inadimplência. Redução geral da capacidade creditícia das empresas leva à diminuição do investimento agregado. Segue: demanda agregada menor, queda no nível de emprego, maior possibilidade de inadimplências. Pode-se entrar num círculo vicioso.

Figura 9.8 Relação patrimônio líquido/capital total



Fonte: 1950-64: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966
1965-92: Japan Statistical Yearbook, Vários números.

Teoricamente, o endividamento de uma empresa poderá situar-se entre os limites de 1, quando não há dívida e a empresa funciona apenas com capital próprio e zero, quando só há dívida e não existe patrimônio líquido. Embora possam ser encontradas empresas temporariamente situadas nestes limites, para uma economia estes dois casos são apenas teóricos.

Por sua precisão e minúcia, a contabilidade nacional japonesa concede uma rara oportunidade de demonstrar o paulatino endividamento das empresas, relacionado por vários economistas, já citados, com a ocorrência das crises financeiras. Um aumento no endividamento geral das empresas inicia-se a partir da primeira metade dos anos 50 e termina por volta dos anos 70. Como se pode verificar na figura 9.8 o patrimônio líquido das corporações, que nos anos 50 constituía 40% do total do capital utilizado no funcionamento dessas unidades produtivas, após ter passado para 12-13% no fim dos anos 70, diminuiu levemente até 1993 quando alcançou 19%.

O nível de endividamento das empresas melhorou em termos relativos a partir do início dos anos 80. Essa melhora, entretanto, não foi substancial porque para cada *um* iene de capital próprio tem-se *quatro* ienes de crédito. Na situação em que a taxa de juros representa o custo de 81% do capital operacional total das empresas na economia japonesa, ela passa a ter importância crucial.

Uma questão interessante é dada pela constatação de que a crise financeira no Japão eclodiu em 1995, quando as empresas estavam menos endividadas em relação a seu patrimônio líquido do que na segunda metade dos anos 70. Esse fato demonstra que o nível de endividamento das empresas não é o único indicador de crise financeira. Se o volume dos lucros for suficiente para o pagamento dos encargos financeiros e se a sociedade aceitar dados níveis de endividamento, por mais altos que eles possam parecer, não haverá razão para se preocupar com a crise financeira.

Como era esperado os lucros, por serem o único componente não contratado da renda, são também a parcela que apresenta maior variação. Suas flutuações, frente a uma parte cada vez maior da renda operacional das empresas destinada ao pagamento de juros, são o que Minsky denomina de fragilidade financeira. O que se entende por fragilidade financeira é um endividamento que, diante da variabilidade e o declínio dos lucros, torna incerto o cumprimento das obrigações contratuais assumidas no mercado financeiro.

Quando a economia se torna financeiramente frágil, choques (de demanda, de oferta ou de política econômica), que modificam bruscamente o ambiente econômico e afetam as oportunidades de geração de

lucro, têm a capacidade de provocar uma crise financeira. Uma pequena queda dos lucros pode interromper o acesso da empresa ao crédito e forçá-la a vender ativos. A venda desordenada de ativos resulta na queda de seu preço. Se os bancos, sentindo-se ameaçados, restringirem o acesso ao crédito, a situação pode evoluir para uma crise financeira. É o efeito conjunto de uma redução nos lucros, na presença de fragilidade financeira, que pode ser responsabilizado pela ocorrência de crise financeira.

9.4 A TAXA MÉDIA DE LUCRO

A taxa de lucro compreende a razão entre o volume dos lucros de um dado período e o preço do capital. Os valores monetários dos lucros anuais das corporações⁷ constam na contabilidade nacional de muitos países, mas há uma dificuldade grande, ou até intransponível, para se calcular a taxa de lucro, dada pela sub-avaliação do preço do capital contabilizado a preço de aquisição (ou preço contábil). Lucros do ano presente sobre o preço defasado do capital resultarão numa taxa imensa de lucro, tanto maior quanto maior for a inflação. Ou seja, as taxas de lucro calculadas dessa forma serão sempre superiores às efetivas.

Exceção nesse aspecto, a contabilidade japonesa conta com um sistema único de avaliação de capital para evitar distorções. A cada cinco anos a partir de 1955, avalia-se o valor presente de todos os ativos tangíveis do país. O resto dos procedimentos segue o padrão dos reajustes periódicos de acordo com os balanços contábeis das empresas. A presença de duas contabilidades nacionais — uma que envolve o ano fiscal com término em 31 de março e outra o ano gregoriano — leva à maior exatidão. Esse procedimento, aliado ao rigor das exigências legais quanto aos balanços das empresas, minimiza a distorção, permitindo o cálculo de uma taxa de lucro confiável para extensos períodos. É importante lembrar que, enquanto houver inflação, o preço do capital estará sub-avaliado e a taxa de lucro será superior à efetiva.

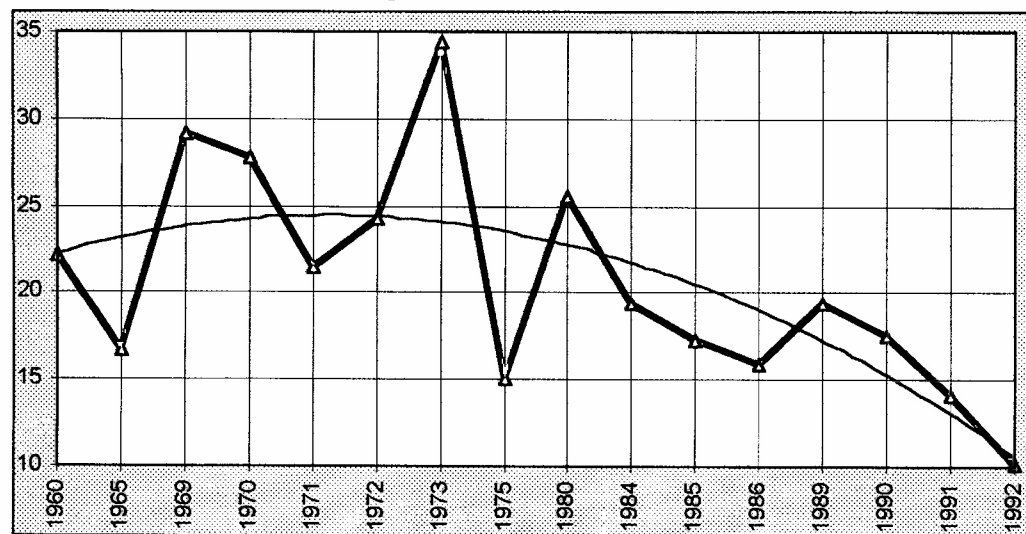
As corporações (*Corporate Business*) são as empresas juridicamente constituídas como unidades produtivas que visam a obtenção de lucro. Esse universo no Japão compreende todas as empresas privadas com capital total superior a 10 milhões de ienes ou US\$ 77 mil em 1992. (Câmbio 130 ienes por dólar). A conta que examina o desempenho dessas empresas denomina-se *Business Accounts of Corporations by Industry* e tem duas subdivisões: (1) *A — Assets, Liabilities and Capital* e (2) *B — Profit and Loss, and Disposition of Profits*. Trabalhamos com o agregado: *All Industries*, que inclui, em 1992 mais de dois milhões de empresas, 70% a 80% da mão-de-obra do país e uma parcela correspondente do produto.⁸

O valor da produção dessas empresas como um todo é contabilizado em termos de valor adicionado. Para apresentar a rentabilidade do capital, a primeira dificuldade é justamente a definição de capital. Adotaremos o patrimônio líquido — a diferença entre o capital operacional total (ativo ou passivo total) e o endividamento e consideraremos os lucros antes de impostos que são o resultado da seguinte conta Lucro Líquido (antes de impostos)/Patrimônio Líquido.

A taxa média de lucro, para os anos com informação disponível no período 1960-92, foi de 20,6%. Esse tempo poderá ser dividido em dois períodos: um de 1960 até 1973 quando a taxa de lucro foi crescente e a sua média foi de 25,1% e outro que envolve 1975-92, no qual a taxa de lucro apresentava tendência de decréscimo e a média foi de 17,1%. Houve, portanto, sensível redução na taxa média de lucro na economia japonesa, que a partir de 1980 assumiu a forma de tendência à queda e as oscilações para cima são bem mais raras e bem menos nítidas do que aquelas verificadas no período 1960-73.

Apesar da sensível queda da taxa de lucro, não haveria motivos para maiores preocupações com crise financeira, porque mesmo a taxa mais baixa de 10% não indicaria perigo de inadimplências generalizadas, que são pré-condição para a crise. Seu impacto maior será sobre a concessão de crédito.

Figura 9.9 A rentabilidade do capital — a taxa média de lucro



— Lucro Líquido (antes de impostos)/Patrimônio Líquido, — Tendência

Fonte: 1960-64: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966

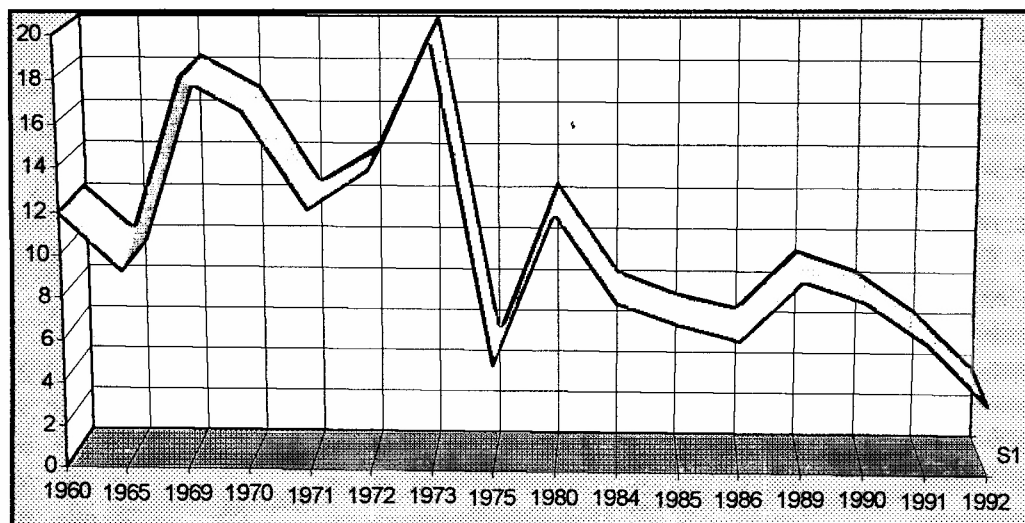
1965-92: Japan Statistical Yearbook, Vários números.

Para efeitos da análise de capacidade creditícia das empresas, a lucratividade decrescente sinaliza constante aumento do risco dos empréstimos. Quedas na demanda agregada, cada vez menos pronunciadas, reúnem as condições de transformar os lucros em prejuízo. A competição entre as empresas do mesmo ramo se acirra, exigindo medidas heróicas e administradores com melhor preparo para ganho de participação de mercado e para a sobrevivência, mas essas medidas encerram um risco maior.

O prejuízo dos devedores tem impactos importantíssimos para os bancos: (1) a(s) empresa(s) pode(m) tornar-se incapaz(es) de honrar os encargos das suas dívidas. Há dois caminhos satisfatórios para os bancos lidarem com inadimplências. Conceder crédito adicional à empresa em dificuldade — se a análise indicar possibilidade de recuperação. Neste caso: (a) tudo pode permanecer da maneira habitual; (b) o banco pode adquirir ações da empresa tornando-se um dos seus credores diretos ou donos; (c) pode organizar seu saneamento financeiro enviando administradores confiáveis ou participar ativamente da administração da empresa em dificuldade. Outra saída é a promoção de arranjos financeiros que consistem, basicamente, na compra da empresa por uma outra mais robusta financeiramente ou, então, por investidores que possam viabilizar o seu funcionamento. A terceira via: a da falência, em geral é insatisfatória para os credores. Tratando-se de empresa(s) relevante(s) num panorama nacional ou de devedora(s) particularmente grande(s) de um dado banco, os prejuízos absorvidos com a sua falência superam o montante que poderia ser apurado evitando-se a falência — o mesmo raciocínio vale para os bancos. O interesse comum do devedor e do credor em não explicitar a falência de grandes credores já foi abordado no trabalho.

(2) A avaliação em bolsa de uma empresa que apresenta prejuízo pode desabar, levando consigo o valor dos colaterais e tornando, por consequência, seus credores indiretos insolventes. Os ativos dos bancos expressam-se em dinheiro, mas para conceder crédito essas instituições avaliam o capital da empresa que demanda o crédito, orientados pelo pressuposto de que estes ativos, em caso de necessidade possam ser vendidos de forma a sustentar o passivo bancário, ou seja com valor igual ao valor do passivo. Se o valor de mercado da empresa desabar, o banco — dependendo da sua carteira e do impacto do peso e da queda na cotação da(s) empresa(s) particular(es) — pode se tornar de mais arriscado a insolvente. Tornando-se mais arriscado, deverá pagar maiores taxas para atrair depósitos, arcará com os problemas de seleção adversa de devedores, aumentando seu risco de falência (ou de absorção por outro banco). Se for percebido como insolvente, poderá arcar com o impacto de uma corrida dos depositantes. A crise financeira, que tem na sua origem a queda do preço dos ativos, seguirá o padrão do modelo de catástrofe apresentado no anexo dois deste trabalho.

Figura 9.10 A taxa média de lucro líquido



Lucro Líquido (após imposto)/Patrimônio Líquido

Fonte: 1960-64: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966 1965-92: Japan Statistical Yearbook, Vários números

Resultante da conta: Lucro Líquido (após impostos)/Patrimônio Líquido, a taxa de lucro após o pagamento de impostos orienta a apreciação da lucratividade do capital físico e quando comparada à taxa de juros determina o volume de investimento adicional e a acumulação de capital.

O gráfico 9.10 ilustra a nítida tendência de queda na taxa de lucro na economia japonesa a partir dos meados de 1970. O ano de 1975 é marcante porque a taxa de lucro, que havia variado entre um mínimo de 9,3% e um máximo de 20% de 1960 até 1973, mudou de patamar, e a taxa máxima no período 1975-92 foi praticamente igual à mínima do período precedente. A taxa média de lucro, para os anos de informação disponível, foi de 14,6% para o período 1960-73 e de 7,15% no período 1975-92.

Qual o impacto da redução da taxa de lucro no investimento agregado? Em primeiro lugar, a queda no volume dos lucros (que quando dividido pelo preço do capital se transforma em taxa de lucro) resulta na redução dos fundos internos de investimento das empresas, que são a principal fonte do investimento. Num regime de financiamento direto, deveria haver imediata diminuição no nível do investimento agregado. Mas a presença de financiamento indireto permite a manutenção de taxas mais altas de investimento do que aquelas que existiriam se não houvesse financiamento bancário. Elas podem levar, porém, a aumento dos níveis gerais de endividamento e a dificuldades com o pagamento dos serviços das dívidas.

O resultado final dependerá do movimento particular das duas taxas. Se a taxa de lucro diminuir numa taxa maior que a redução no volume de crédito concedido, pode-se vislumbrar a ocorrência de crise financeira, pois o volume de lucros a longo prazo torna-se insuficiente para o pagamento das exigências legais relacionadas ao crédito. A crise econômica ou a depressão, que em casos extremos segue esse movimento, pode ser atribuída à crise financeira. Mas a crise financeira, antes de estar devida a eventos fortuitos, será a saída do desenrolar *normal* dos eventos. Se o volume de crédito diminuir mais rapidamente que o volume e a taxa de lucro, seguirá deflação. A crise financeira, neste caso, poderá atender aos esquemas idealizados por Fisher ou Friedman.

Se, através de arranjos financeiros entre os bancos e as empresas, entre os bancos e o banco central, se conseguir evitar a ocorrência de crise financeira na sua feição clássica, o desenvolvimento econômico estagnar-se-á, pois o investimento resume-se praticamente à reposição do capital desgastado na produção, e haverá um movimento de crescente concentração de capital e monopolização de vários setores da economia nacional ou mesmo da economia mundial.

Se, através de arranjos financeiros entre os bancos e as empresas, entre os bancos e o banco central, se conseguir evitar a ocorrência de crise financeira na sua feição clássica, o desenvolvimento econômico estagnar-se-á, pois o investimento resume-se praticamente à reposição do capital desgastado na produção, e haverá um movimento de crescente concentração de capital e monopolização de vários setores da economia nacional ou mesmo da economia mundial.

9.5 O INVESTIMENTO

Considerando a figura 9.11, verificaremos o comportamento do investimento a longo prazo na economia japonesa. Em primeiro lugar, é necessário apresentar uma das suas particularidades, que é a substancial poupança pública no pós-guerra. Praticamente metade do orçamento do governo central foi e está sendo canalizado para itens de investimento, que também são devidamente contabilizados. O investimento governamental, que não é orientado pelos lucros ou pelo estado da demanda agregada, pode ser considerado autônomo. Altos níveis de investimento autônomo imprimem dinâmica positiva à economia como um todo.

A tabela 9.1, que relaciona a parcela do investimento governamental ao PIB, permite uma visão concreta sobre a parcela do investimento público no total investido no Japão e do investimento do governo.

Tabela 9.1 Participação do governo no investimento

ANO	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992
G/FBCF	27,6	20,4	28,1	29,2	24,4	20,3	20,5	24,2
G/PIB	8,8	7,9	9,2	9,4	6,9	6,6	6,7	7,5

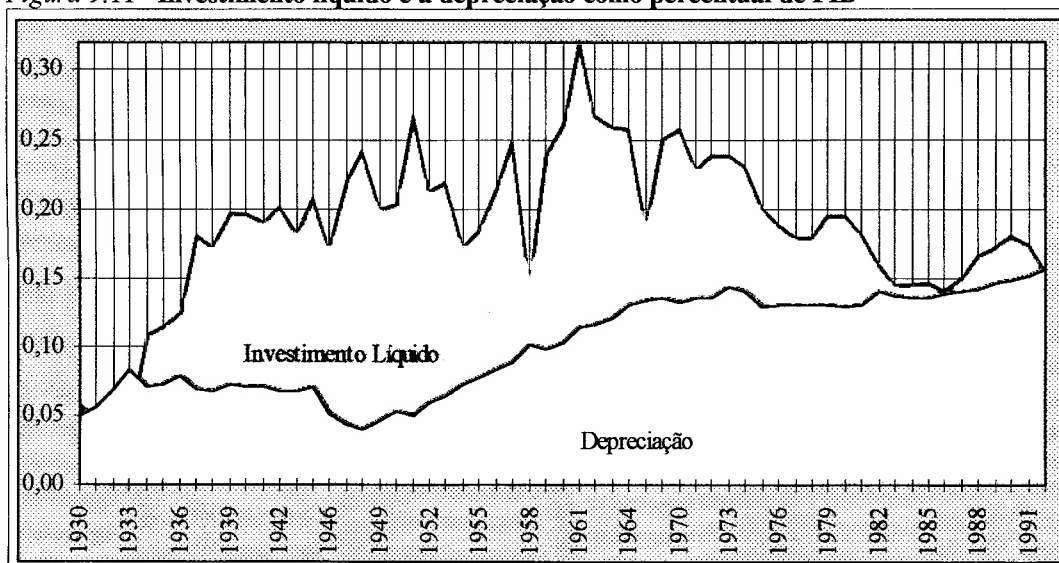
Fonte: Japan Statistical Yearbook, Vários números. FBCF = Formação Bruta de Capital Fixo; G/FBCF = participação percentual do setor público no total do valor investido; G/PIB = investimento governamental como % do PIB.

Contrariando a tendência mundial dominante nos últimos vinte anos, que aponta para crescente déficit fiscal e endividamento governamental, o governo japonês não está endividado. Pode-se observar sua pouca participação no ativo bancário do pós-guerra (figura 9.6). Mantendo a sua capacidade de investimento, o governo determinou uma taxa de investimento autônomo que corresponde aproximadamente a um quarto da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Comparando-se com a economia norte-americana — na qual a taxa de FBCF (setor privado) foi de 14,2% do produto no período 1929-1991 — o investimento governamental japonês responderia por aproximadamente metade desta taxa.

Por considerar o investimento bruto um guia inadequado para a análise, ele foi separado do investimento adicional líquido e apresentamos o comportamento conjunto destas variáveis na figura 9.11. Numa visão geral — na concepção de Formação Bruta de Capital Fixo como percentual do produto — pode-se verificar, antes de tudo, as altas taxas de investimento próprias à economia japonesa. Mesmo os níveis mais baixos de investimento são altos em relação aos observados em muitos outros países. Por outro lado, os níveis de endividamento das empresas no Japão também seriam considerados extremamente altos para os padrões externos.

Períodos de crise econômica são identificáveis por baixas taxas de investimento. A FBCF do Japão no início dos anos 30 constituía 10% do produto. É uma taxa alta em termos comparativos mas baixa para aquele país. Somente em situações extremas, de depressão econômica, verifica-se o virtual sucateamento do capital ou desinvestimento relativo — tal como nos Estados Unidos ao redor da Grande Depressão. A estagnação econômica — determinada, numa visão muito restrita, por taxa zero de investimento adicional líquido, ou então, por taxas de investimento inferiores às do crescimento demográfico do país — já leva a sérios problemas econômicos e sociais.

Figura 9.11 Investimento líquido e a depreciação como percentual de PIB



Fonte: 1930-64: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966
1965-92: Japan Statistical Yearbook. Vários números. Observação: até 1965 a base utilizada foi o PNB.

É fácil visualizar o período de altíssimas taxas de crescimento econômico: o milagre japonês. A marca de taxas de acumulação de 20% do produto foi ultrapassada logo após a crise de 1946 e, no período entre 1947 e 1974, o investimento adicional raramente fica em taxas inferiores a 20% do produto. O período entre a crise financeira do pós-guerra e os meados dos anos 70 destaca-se no gráfico 9.11 pelas expressivas taxas de acumulação. Entretanto, conforme o esperado, as taxas decrescentes de lucro resultaram em um nível declinante de investimento (ou é ao contrário?). A partir de 1975 — ano marcante pelo fim da guerra norte-americana no Vietnã (ou pelo decréscimo da demanda por produtos japoneses relacionados ao conflito) e pelo mais alto nível de endividamento das empresas japonesas — as taxas de acumulação de capital caem, pela primeira vez, após a depressão dos anos 30, abaixo da linha de 20% do produto.

É bom enfatizar que se trata de uma taxa recorde em nível mundial, mas é baixa em relação ao desempenho anterior da economia japonesa. Em nenhum ano após 1975 foi ultrapassada a taxa de investimento líquido de 20% do produto, que como é possível de verificar no gráfico 9.11. Esse patamar dominou o período do milagre.

Isso permite afirmar que o milagre japonês terminou na década de 70. A queda na taxa de lucro (ver figura 9.9) é acompanhada por quedas nas taxas de investimento líquido. O período posterior a 1975 tem duas fases em parte sobrepostas. Competindo pelo capital circulante mundial, o governo norte-americano aumentava a taxa de juros para níveis jamais experimentados e o superávit japonês sustentava o déficit governamental norte-americano e de outros parceiros comerciais. Essa política, ao terminar na virtual insolvência dos países em desenvolvimento e no temor de desencadear uma crise financeira mundial, mostrou-se insustentável. O governo norte-americano retrocedeu baixando sistematicamente as taxas de juros. “Os bancos japoneses seguiram as diretrizes norte-americanas para lidar com a subsequente crise da dívida ‘com rigor ainda maior do que os próprios bancos norte-americanos’.”⁹

O capital japonês encontrou-se à procura de novos caminhos para a expansão. “Depois de 1987, {...} os investimentos japoneses foram progressivamente redirecionados dos Estados Unidos para a Ásia. Tendo perdido imensas somas de dinheiro nos Estados Unidos, o capital japonês finalmente descobriu que os maiores lucros {... e o} leste asiático tornou-se a zona mais dinâmica de expansão numa economia mundial geralmente estagnada e cada vez mais deprimida.”¹⁰ Nesse tempo, nos Estados Unidos, o investimento e a produtividade declinavam. O capital japonês, junto com os outros capitais mundiais à procura de lucro, voltou à economia norte-americana durante a década de 90. Em 1996 os Estados Unidos apareceram como o maior pólo de atração de investimento direto externo.

Capítulo 9

- ¹ Miyazaki, Silvio (1992). “Reforma monetária e fiscal para o combate à inflação no Japão pós-Segunda Guerra Mundial (1945-1951). *Revista de Economia Política*, v.12, no 4, (48), outubro-dezembro/1992.
- ² O conceito “All Banks” inclui todos os bancos comerciais nacionais e regulamentados.
- ³ Currency in Circulation compreende papel-moeda em poder do público mais o encaixe dos bancos. O item depósitos considera os depósitos dos bancos comerciais (conceito *All Banks*).
- ⁴ A responsabilidade pela falta de dados é nossa.
- ⁵ Allen, George C (1958). *Japan's Economic Recovery*. London: Macmillan, pp. 127-33.
- ⁶ Veblen, Thorstein (1904). *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's.
- ⁷ Empresas juridicamente constituídas que utilizam mão-de-obra contratada no mercado de trabalho e tem fins lucrativos.
- ⁸ Durante o tempo examinado no trabalho, a participação dessas empresas no produto do Japão cresce acompanhada por um relativo e correspondente crescimento da mão-de-obra empregada neste universo de empresas.
- ⁹ Arrighi, Giovanni (1994). *O Longo Século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996. (Primeira edição em inglês 1994), p.364.
- ¹⁰ *Idem*, p. 366.

CAPÍTULO 10

10. A DINÂMICA DAS CRISES

10.1 A EVOLUÇÃO DAS CONDIÇÕES FINANCEIRAS E A ATIVIDADE ECONÔMICA

Os dados coletados revelam mudanças *cumulativas* e praticamente *sincronizadas*, tanto nas condições financeiras quanto nas do crescimento econômico das economias norte-americana e japonesa. A Depressão de 1930 foi uma crise econômica mundial em que as empresas privadas das duas economias encontravam-se extremamente endividadas. O índice de cobertura das despesas financeiras nos Estados Unidos (ver figura 8.8) e o volume dos juros como percentual da renda nos dois países (ver figuras 8.4 e 9.7) demonstram o fato. Entre 1930 e a segunda metade dos anos 40, cada uma dessas economias líderes apresentou o seu próprio caminho, mas o resultado final, após a Segunda Guerra Mundial, em termos de endividamento e condições para um crescimento auto-sustentado, foi semelhante.

Enquanto a situação de fragilidade financeira nos Estados Unidos culminava na mais severa crise econômica e financeira, a crise no Japão foi muito mais amena. Logo a partir de 1931 o país passou a apresentar investimento líquido positivo. Fundamentado em condições específicas já abordadas e em crescente déficit fiscal, esse crescimento desembocou na crise financeira de 1946.

No período 1930-45, as empresas privadas norte-americanas liquidavam suas dívidas e o volume de crédito na economia. Após a sucessão de episódios, caracterizados como crise(s) financeira(s) no início dos anos 30, a economia norte-americana praticamente abandonava a utilização do crédito, voltando-se para o dinheiro *apenas* como meio de pagamento. O constante acréscimo na relação $M_1/\text{Produto}$ — de aproximadamente 25% em 1929, que atingiu 50% logo após a Segunda Guerra Mundial — demonstra esse fato (ver gráficos do capítulo 2).

Como Fisher assinalou em artigo da primeira edição da revista *Econometrica*, em 1933, na presença de dívida e deflação, o mecanismo de auto-ajuste do mercado — o de preços — mostrara-se falho. Ironicamente, a desvalorização do dólar em relação ao ouro, considerada a principal causa teórica de uma crise financeira, pode ser indicada como marco do *fim da crise financeira* que assolava a economia norte-americana.

Entretanto, o aniquilamento total da estrutura de dívidas, formada no decorrer dos anos 20, foi um processo lento durante o qual, *apesar do crescimento dos lucros* (que começou em 1934), a economia norte-americana encontrava-se estagnada. A criação de novos postos de trabalho e a acumulação privada de capital haviam parado virtualmente. A taxa de investimento *privado* não acompanhou a dos lucros e durante o período (1929-1945) a economia experimentou um desempenho medíocre. A acumulação vigorosa e auto-sustentada de capital iniciou apenas com o fim da guerra, quando o índice de endividamento das empresas era extremamente baixo, irrelevante, ou mesmo inexistente. Ou seja, foi necessária a recomposição das condições financeiras propícias à acumulação.

Não contamos com o índice de cobertura das despesas financeiras no Japão. Mas, por volta dos anos 30 os juros, como parte da renda nacional, haviam alcançado a participação dos lucros e esse comportamento — *semelhante* àquele verificado na economia norte-americana nas crises financeiras no início dos anos 30 e nas ameaças após 80 — é um indicador seguro do alto nível de endividamento. Mesmo com empresas fortemente endividadas, o Japão evitou a severidade da Depressão de 1930. A forte e crescente demanda governamental, devida à política de conquista territorial, sustentava os lucros das corporações, *apesar da participação dos juros* não ter sido reduzida. A conta acumulou-se na forma de direitos sobre o erário governamental e o desenlace foi a crise financeira no fim da Segunda Guerra

Mundial, que se expressou como hiperinflação justamente porque o maior devedor individual era o governo.

Independente do movimento particular, próprio dessas economias entre 1930 e 46, os lucros das corporações retornaram *somente* na presença de medidas de política econômica — isto é, através de *ingerência no mecanismo de auto-ajuste do mercado*. As duas economias passaram por crises financeiras e, após a Segunda Guerra Mundial, as dívidas das empresas privadas eram inexpressivas. Financeiramente robustas, apresentaram altas taxas de crescimento econômico auto-sustentado, que, no entanto, foram acompanhadas por *gradual e firme* aumento do endividamento.

O crescimento econômico iniciou-se apenas com a aniquilação das dívidas e foi *acompanhado* por modificações *graduais* no aumento do endividamento das empresas e num ritmo praticamente estável até o fim dos anos 60 nos Estados Unidos e, até os meados dos anos 70, no Japão (ver os gráficos).

O aumento nos índices de endividamento das empresas (e do governo nos Estados Unidos, que acompanhou a queda da taxa de lucro das corporações a partir do fim dos anos 60) — indicador de maior utilização de crédito em relação ao produto nacional — reflete em: crescente redução da margem de segurança do credor e aumento do risco dos empréstimos; crescente participação dos juros como parcela do produto; e, a partir do auge da expansão econômica, assinalada por *redução* na *taxa* de expansão do crédito, em redução dos lucros. A modificação nas condições financeiras, que acompanha o ritmo da atividade econômica, é gradual. Esse comportamento exclui considerações sobre problemas conjunturais ou psicológicos que poderiam levar a altos índices de endividamento. Os dados empíricos permitem afirmar que o endividamento das empresas *não* foi fruto de empresários eufóricos em relação a altos lucros; *não* se deve, portanto, a fatores conjunturais. O *ritmo* de expansão do investimento e da acumulação é *decrecente* na medida do aumento do endividamento.

No Japão, em meados de 70, a significativa queda na *taxa de lucro* veio aliada à *redução* na *expansão* do crédito (em relação ao patrimônio líquido das empresas) e a uma alta significativa na taxa de juros — mas este encadeamento dos fatos se verificou no plano de um endividamento 'excessivo'. O patrimônio líquido das corporações representava 15% do capital operacional total, portanto, 85% do capital operacional das empresas constituíam-se de empréstimos — dívidas assumidas no mercado bancário ou direitos sobre o fluxo de renda das empresas. O ápice da expansão econômica e a inversão da tendência de crescimento coincidem empiricamente com a *redução do crédito* em relação ao capital próprio das empresas — com a interrupção da *expansão* do endividamento.

Para a economia japonesa, onde os dados permitiram identificar o ápice do endividamento e de reversão da expansão econômica ao redor de 1975, o índice de inadimplências e falências de empresas foi o maior no pós-guerra (até 1994). Entretanto, o Japão não passou por crise financeira nos meados dos anos 70. Tentaremos provar que a crise financeira, seguida por crise econômica, será a saída mais provável da situação *estrutural* de alto endividamento e substancial parcela do excedente na forma de direitos sobre o fluxo de renda das empresas — situação denominada por Minsky, com muita propriedade, de fragilidade financeira. A fragilidade financeira é característica marcante da fase descendente do ciclo econômico, quando o volume dos juros aproxima-se do volume dos lucros e a taxa de lucro se aproxima à de juros. Nesse ambiente, uma queda na atividade econômica agregada, ao resultar em redução brusca dos lucros, pode levar à crise financeira.

As condições financeiras nas duas economias líderes, a partir dos anos 80, são semelhantes àquelas do início dos anos 30. Obviamente, os gestores da moeda e os economistas responsáveis pela política econômica, nesses países, têm feito um trabalho notável. A evolução das condições econômicas no sentido de aumento da fragilidade financeira passa pela expansão do crédito, pela distribuição do excedente entre os lucros e juros, com a redução da parcela que cabe aos lucros. Essa dinâmica não foi contemplada pela análise econômica — não existe teoria que possa explicar a realidade dos fatos.

Na medida em que o volume dos juros se aproxima ao dos lucros, choques adversos de alcance cada vez menor (mais brandos) mostram-se capazes de transformar os lucros em prejuízos, confirmando a necessidade de intervenção no sistema financeiro. Isto é, o sistema torna-se financeiramente instável —

propenso a crises financeiras. Empiricamente, a instabilidade financeira (fragilidade urgindo por ação dos gestores da moeda) coincide com uma participação dos juros idêntica à dos lucros.

10.2 A DINÂMICA DA CRISE EM ECONOMIAS LÍDERES

Uma vez configurada a situação estrutural que propicia a eclosão de uma crise financeira (a *fragilidade financeira*), um choque adverso, ao provocar queda nos lucros, será capaz de elevar sensivelmente a taxa de juros, o que resultará em reavaliação do lucro prospectivo dos empreendimentos, do seu valor de mercado e em interrupção duradoura da *expansão* do crédito e aumento da probabilidade de ocorrência de crise financeira. Haverá dois caminhos:

1. Deixar o ajuste por conta do mercado. O volume de crédito será bruscamente reduzido por *ação do credor*, a taxa de juros subirá violentamente — seguirá uma pronunciada, *rápida e duradoura* redução no preço dos ativos e, provavelmente, deflação. Isto é, todos os elementos para a eclosão de uma crise financeira.
2. Implementar medidas de política econômica, cerceando a liberdade do mercado, mas evitando a manifestação da crise financeira na forma de pânico bancário. As medidas incluem absorção ordenada das empresas afetadas, um aumento na oferta monetária e administração da taxa de juros. Nesse caso a taxa de juros subirá *menos* do que na ausência de medidas, mas subirá por causa da falta de receita para os pagamentos das dívidas, pressão ao crédito e substancial aumento do risco do credor. Haverá condição para altos índices de inflação ou *administrar-se-á* uma branda e paulatina redução na atividade econômica agregada — a economia entrará na fase descendente do longo ciclo econômico. Na sequência do trabalho, discutiremos mais detalhadamente a situação.

O *sensível e repentino* aumento nas taxas de juros — numa situação de fragilidade financeira — modifica o cálculo da rentabilidade do capital físico (estoque, investimentos em curso e decisão de investir). Em termos keynesianos, ele afetaria a eficiência marginal do capital (que é função inversa da taxa de juros) e a *percepção sobre a qualidade do crédito concedido*. Por causa da elevação da taxa de juros na presença de dívidas substanciais, o fluxo de renda das empresas pode passar a não cobrir os encargos das suas dívidas. Uma parcela das empresas pode levantar empréstimo adicional, tornando-se Ponzi financiada, outras correm o risco de falência.

Vários projetos de investimento — cuja rentabilidade foi avaliada em função de juros mais baixos — mostram-se não rentáveis diante do novo patamar de juros. Se já implementados, seu valor de mercado, *avaliado em função da taxa de juros mais alta*, sofrerá depreciação. Em fase de implementação, podem ser simplesmente abandonados — suspensos em meio à implementação. Todo o estoque de capital e todos os ativos na economia serão reavaliados e os ativos mais afetados sofrerão depreciação. O aumento na probabilidade de depreciação dos ativos potencializa o risco do credor. Empresas e países mais endividados e mais afetados terão dificuldades quanto à continuidade do crédito.

Esta dificuldade *não* se deve à redução da oferta monetária, mas ao aumento na probabilidade de inadimplências, à queda da eficiência marginal do capital e ao aumento na probabilidade de depreciação dos ativos (valores em garantia). Em suma, deve-se ao extremo aumento do risco do credor ou *à maneira pela qual se concede crédito*. Se a oferta monetária permanecer inalterada, neste instante, a probabilidade de crise financeira *aumentará*, porque a taxa de juros subirá mais do que no caso anterior, aumentando o impacto sobre a lucratividade e a depreciação do capital. O aumento na oferta monetária, por redistribuir valor para o devedor, aliviará o impacto do aumento da taxa de juros.

Com o sensível aumento na taxa de juros, numa situação estrutural de fragilidade financeira, segue:

- (1) Taxa mais alta de juros implica em um aumento da parcela da renda operacional das empresas destinada ao pagamento das dívidas e, obviamente, em menor taxa de lucro. As empresas muito endividadas e mais afetadas podem gerar prejuízo, aumentando o risco de inadimplências;

- (2) O aumento na taxa de juros *reduz* o valor presente do fluxo de renda futuro — conseqüentemente a lucratividade *previamente* calculada (a que serviu de base para a demanda e a concessão de crédito);
- (3) Aumenta o risco de depreciação do valor dos colaterais (penhorados, implícita ou explicitamente, na concessão de crédito). O valor dos empreendimentos depende de cálculo financeiro que envolve a taxa de juros e a taxa esperada de lucro. A taxa *esperada* de lucro se *reduz* com o aumento da taxa de juros e isso contribui para a redução do valor de mercado dos empreendimentos;
- (4) O índice de endividamento das empresas, calculado através da relação Dívida/Ativo(s), muda com a modificação de qualquer uma das partes da fração. A redução do valor de mercado das empresas aumenta o índice de seu endividamento. O significado para os credores é a redução da margem de segurança e o aumento do risco dos empréstimos. A taxa de juros *deve* aumentar em função do violento aumento do risco do credor — independente, portanto, de variação na oferta monetária. Aumentará o *spread* exigido às empresas mais afetadas e menos expressivas, no portfólio de ativos do(s) banco(s);
- (5) O investimento adicional diminui sensivelmente. Alguns projetos, sem o crédito ou com a redução da sua rentabilidade prospectiva, são simplesmente abandonados. Há cancelamento de investimentos e redução da taxa de lucro do setor de bens de capital. A redução do nível do investimento e da despesa agregada contribui para subseqüente redução nos lucros.

A fim de proteger os seus patrimônios de modificação arbitrária no valor — evidente com a necessidade de ajuste —, os agentes tentarão antecipar a *provável* ação das autoridades. Mas, agentes e autoridades *não sabem* qual será *exatamente* a medida de política econômica a ser adotada, porque esta dependerá das circunstâncias e da pressão política. Aumenta a *incerteza* e a volatilidade no sistema.

E há pressão política de dois lados com interesses conflitantes: os empresários endividados, atribuindo suas dificuldades à alta taxa de juros e a dificuldades na concessão de crédito, clamam por aumento na oferta monetária e nas linhas de crédito. O aumento da taxa de juros, no índice de inadimplência, e a brusca redução nas taxas de investimento resultam em aumento nos índices de desemprego. A mão-de-obra ameaçada engrossa a pressão dos empresários.

O outro lado são os banqueiros e depositantes em geral, que vendo seu dinheiro depreciado, exigem interrupção da inflação, tentando impor regras de defesa de patrimônio, tais como taxas mais altas e pós-fixadas de juros. O governo dividido pelos altos índices de inflação pode *reduzir* (ou mesmo interromper) o aumento da oferta monetária — fomentando a probabilidade de eclosão de crise financeira.

Através do aumento na oferta monetária e da redução na taxa de juros, evita-se a eclosão da crise financeira, mas aumenta-se a probabilidade de inflação. A inflação e a pressão de bancos e depositantes resultam em movimento inverso. Reduz-se a oferta monetária, aumenta-se a taxa de juros e as dificuldades financeiras das empresas. A partir do auge da expansão até a acomodação relativa (ou durante a fase descendente do ciclo econômico), administrar-se-á a estagflação. E sob a pressão dos interesses divergentes, a política econômica pode apresentar a feição de *stop and go*, aumentando a incerteza no sistema em relação à (des)valorização relativa dos patrimônios.

Crédito mal concedido (queda na qualidade do crédito) encontra-se na origem das crises financeiras no enfoque monetarista e esta idéia não é nova. Como já vimos no capítulo dois deste trabalho, Walter Bagehot relata displicência e estupidez na concessão de crédito em 1873 e Anna Schwartz em 1986 (ao lado da queda nas cotações das bolsas e no preço dos ativos) aponta o crédito mal concedido que acompanha a eclosão das crises financeiras.

O que deixou de ser avaliado é a peculiar relação entre dívidas, taxa de juros, lucratividade e (des)valorização dos empreendimentos. Modificação sensível na taxa de juros *redund**a*, *forçosamente*, em reavaliação da lucratividade e esta em modificação do valor de mercado das empresas. Elevação sensível e relativamente duradoura da taxa de juros na presença de dívida *substancial*, ao sinalizar uma redução da taxa de lucro e do valor dos ativos e um aumento na possibilidade de inadimplências generalizadas, *torna* parte dos investimentos não rentáveis, independentemente se a conta for feita pelas empresas ou pelo

credor. E esta é a razão de bancos, banqueiros e administradores bancários ‘perderem’, repentinamente, a capacitação profissional ao redor das crises, quando não perdem a honra ou a moral.

Diante da nova avaliação dos investimentos, que afeta a *qualidade do ativo bancário*, os bancos dificultam e podem interromper a renovação de crédito às empresas mais afetadas e as menos expressivas em relação à carteira de ativos. Essas empresas tornam-se candidatas imediatas à falência. A presença de *muitas* delas nessa situação deixa antever a probabilidade de uma queda generalizada do preço dos ativos e de crise financeira (cuja causa imediata será a depreciação dos ativos bancários). O banco central deverá intervir a fim de proteger o capital dos bancos afetados e evitar a propagação dos distúrbios. Ele deverá organizar a absorção da perda patrimonial presente no mercado.

Note-se que ao interromper o crédito às empresas expressivas enquanto devedoras na carteira do banco, *o banco* corre o risco de falir. Ele depreciará o seu próprio capital, tornando-se objeto de suspeita e de corrida dos depositantes, assim, enquanto for possível, o banco fará tudo para evitar ou encobrir a situação (ver 7.2).

10.3 A CRISE EM ECONOMIAS PERIFÉRICAS

Aumentar a oferta monetária para evitar a crise é um caminho difícil para as economias periféricas e endividadas no mercado internacional. A proteção legal do crédito permite a venda do patrimônio das empresas que apresentam fluxo de caixa insuficiente para a cobertura das dívidas assumidas no mercado monetário. Ao se tratar de um *país* ‘muito’ endividado, há diferenças substanciais de natureza legal. Os credores *não* podem *exigir* a venda do país (historicamente existem exemplos de venda parcial, tal como o Alasca vendido pela Rússia para pagar dívida), nem a imediata venda e o repasse de parte do seu patrimônio, porque para efeito de direito internacional os países são soberanos. Os credores podem pressionar os devedores, mas se a pressão for demasiadamente forte, a soberania permite o repúdio às dívidas. Nesse caso, depreciar-se-á o capital *dos bancos credores*, configurando-se uma crise financeira *no país credor*. (Obviamente, dependendo do volume de crédito ao exterior em relação ao volume de crédito total e do capital do banco exposto a este risco).

Para evitar a crise financeira, o governo e as autoridades monetárias do *país credor* podem sustentar o capital dos seus bancos, providenciando acordos com governos dos países endividados, que visem ‘ajustes’ macroeconômicos necessários à *credibilidade* de saldar as dívidas. Foi o que aconteceu a partir da crise da dívida de 1982. Mas o crédito adicional (novo) às economias menos desenvolvidas foi interrompido porque a economia *norte-americana* se encontrava em condições específicas, exatamente as que estamos caracterizando neste trabalho.

O aumento das taxas de juros nos Estados Unidos, para níveis historicamente jamais vistos, pesou ‘excessivamente’ sobre as dívidas, deixando claro que o resultado do balanço de pagamentos dos países endividados seria insuficiente face às exigências relacionadas aos serviços das dívidas. Feitas as contas — de necessidades prementes de importação, matéria-prima e combustível e de possibilidades de exportação — em função do estoque de recursos já contratados e do impacto das taxas de juros, o valor nominal das dívidas aumentaria infinitamente. Resultado para os bancos credores: depreciação dos ativos bancários (da moeda podre ou em depreciação).

A rentabilidade dos projetos de investimento nos países endividados — calculada em outras condições — apresentava-se insatisfatória ou ausente. Como consequência, os banqueiros credores não agiram com a prudência necessária ao negócio. Na procura de lucros fáceis, desconsideraram os riscos e concederam créditos para projetos de qualidade duvidosa. Os projetos, que fundamentavam os investimentos diante das taxas mais altas de juros, se apresentavam faraônicos e a irresponsabilidade dos banqueiros somava-se à irresponsabilidade dos governos na demanda por crédito.

O ponto principal dessa discussão passa ao largo da questão e reside na constatação de que a qualidade dos investimentos e a do crédito não é absoluta mas *relativa à taxa de juros*. O aumento na taxa de juros — fruto da política de cunho monetarista, no fim dos anos 70 — foi deliberado. Visando ajuste macroeconômico da economia norte-americana, essa política resultou em profundo desajuste das economias periféricas, cujos frutos se sentem até o presente.

A percepção de que o corte imediato e incondicional do crédito resultaria em crise financeira *nos Estados Unidos* foi crucial para o aumento da oferta monetária interna e para a concessão de ‘novos’ empréstimos aos endividados. Mas os empréstimos ‘adicionais’ foram dimensionados na medida dos valores suficientes para evitar a desvalorização abrupta dos ativos dos bancos norte-americanos. Medidas políticas garantiram a sustentação do capital dos bancos afetados e os ajustes macroeconômicos nos países endividados.

Uma das fontes de expansão de crédito — o crédito externo — havia secado para os países periféricos e endividados. Para evitar os efeitos perniciosos de uma abrupta interrupção do crédito (que no limite são dados pela eclosão de uma crise financeira), essas economias, em tese, poderiam aumentar o volume de seu crédito interno. Mas a inflação e a necessidade de ajuste macroeconômico — indicando *forte* redução do valor das relações de crédito em favor dos devedores e uma *ampla e penetrante incerteza* quanto à continuidade das regras de política econômica, depreciações da moeda nacional e o seu impacto sobre a lucratividade e a (des)valorização do capital — resultam em fuga de capital para as economias mais competitivas, previsíveis, estáveis e com maior credibilidade.

A fim de evitar a fuga de capital, esses países devem aumentar a taxa interna de juros para um nível acima da taxa internacional, isto é, praticar um *diferencial positivo de juros*. Contudo, o aumento na oferta monetária (no volume de crédito) e da taxa de juros são objetivos *mutuamente excludentes*. Não se pode aumentar a oferta monetária *e* a taxa de juros *ao mesmo tempo*.

Mais uma complicação: o diferencial entre as taxas de juros internacionais e a dos países endividados e em processo de ajuste externo terá que ser *muito* alto para compensar o alto risco (sem eufemismo seria a *certeza*) da desvalorização da moeda e o risco (ou a certeza) quanto às mudanças na política econômica. Para obter um alto diferencial de juros faz-se necessário *reduzir* a oferta monetária e o volume de crédito. Seguiria uma recessão com a conseqüente redução da taxa de lucro e possibilidade de uma crise financeira.

Na presença de pressão (e necessidade?) de ajuste e todos os desdobramentos que ele acarreta (depreciação da moeda nacional, aumento na taxa de juros, mudanças nas regras macroeconômicas etc.), os investidores não apreciarão a situação doméstica. Independente da credibilidade (*ex ante* a premência do ajuste) nas instituições (moeda, gestores da economia, leis), haverá fuga de capital. Ela terá que ser compensada através de aumento nas exportações e para isso é imprescindível o aumento da competitividade. Essa, por exigir investimentos em capital físico e humano, é impossível no curto prazo. Portanto, a depreciação da moeda interna torna-se o caminho mais curto e certo para um aumento nas exportações, mas junto carrega o aumento da probabilidade de crise financeira no país e fuga de capital. É, sem dúvida, um círculo vicioso. Enquanto durar o ajuste e o ganho de competitividade, as autoridades monetárias viverão no fio da navalha, entre a inflação em aceleração e o limiar de uma crise financeira. (A não ser que o ajuste, além dos instrumentos de política monetária, envolver repasse de ativos — patrimônio do país.)

Logo, o aumento do volume da moeda e de crédito *não* é um caminho viável para as economias periféricas e endividadas, quando há interrupção do crédito internacional. Se as taxas de juros nos países líderes e nos endividados forem *iguais*, o capital fluirá para aqueles economicamente mais eficientes e com regras mais previsíveis ou ambiente econômico mais estável. O diferencial positivo de juros nos países endividados, além do aumento exacerbado dos níveis de inflação, levará à depressão do investimento, da atividade econômica e a reavaliação do estoque de capital na economia. Todos esses fatores potencializam a probabilidade de eclosão de uma crise financeira e resultam em fuga de capital.

Portanto, o aumento da oferta monetária, a fim de evitar a eclosão de uma crise financeira, é um caminho disponível *somente* às economias líderes. Estas contam com um grande e bem-estruturado

mercado interno, com maior produtividade (eficiência econômica) e instituições mais confiáveis. Em função da conjunção destes fatores, elas reúnem as condições para atrair capital externo, mesmo na presença de uma taxa menor de juros, do que as taxas vigentes em países que necessitam de ajuste externo. O risco da depreciação do capital é *objetivamente* menor nessas economias, assim, não se trata de algum fator meramente psicológico. A credibilidade tão propalada nos livros de economia tem nome e este nome é risco, ou melhor, a certeza de depreciação e a certeza de que os países periféricos têm uma política monetária dependente da conjuntura dos países líderes.

Na fase descendente do ciclo econômico nos países líderes, a política monetária nos países periféricos torna-se inoperante (ineficiente e ineficaz). Não foi por acaso que mais de 80 países passaram por crises financeiras desde o início dos anos 1980. Estranho é que mesmo com a evidência dos dados insiste-se na tese de falta de capacidade dos gestores da moeda. Há séculos que os economistas, entre os quais Ricardo, notavam que os ativos mais líquidos (como o ouro) fluíam para os espaços econômicos que apresentam maior produtividade — maior eficiência econômica. Entretanto, essa certeza não impediu os países *líderes* de adotar medidas excepcionais do ponto de vista legal, que garantiriam a permanência do ouro nos cofres de seus bancos. Quando necessário, *umentavam as taxas de juros*, contabilizando o afluxo de ouro através do qual impediam as crises financeiras.

10.4 AS MÚLTIPLAS FACES DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO

No início deste século, os economistas observaram que através do aumento da taxa de juros e a atração de capital externo se evitava a manifestação de uma crise financeira ‘clássica’ com corrida à moeda, mas *não se impedia a recessão ou a depressão econômica*. Entretanto, a importância das crises financeiras para a teoria econômica reside, exatamente, na possibilidade da crise econômica ou depressão. Evitavam-se, portanto, os sintomas da doença e não as suas causas.

A atenção dos estudiosos voltava-se à taxa de juros. Até a Depressão de 1930, nos meios acadêmicos, considerava-se que o aumento na taxa de juros, a fim de atrair capital externo, agiria no sentido de uma redução no volume do crédito causada pelo aumento dos custos do comércio. Para Keynes o argumento era insuficiente, pois 1 ou 2% de aumento na taxa de juros — diferencial que teria se mostrado eficaz para atrair fundos externos e impedir a manifestação da crise financeira — não poderia explicar a *significativa* queda da atividade econômica interna que seguia o expediente. Então, a taxa de juros deveria influenciar “In some way the rate of investment, or at least the rate of some kinds of investment, and, perhaps {...} the rate of investment relatively to that of savings”.¹ Percebeu-se que o aumento na taxa de juros resultaria em declínio na taxa de investimento e no desemprego.

Mas *somente com a decadência da Inglaterra no cenário internacional* (exemplo de eficiência econômica e centro financeiro mundial), essa preocupação — principal na agenda de Keynes entre 1930 e 36 — ganhou relevância para a teoria econômica. O resultado final foi a Teoria Geral, que separou os rendimentos do capital, ou melhor dos capitais, porque havia uma relação *inversa* entre a taxa de juros (capital em forma de empréstimo) e a eficiência marginal de capital (físico). Esta relação era importante para o investimento e o nível da atividade econômica agregada.

Mais uma questão importantíssima no plano do nosso estudo é a percepção da incompatibilidade entre o *equilíbrio* interno e o externo. Pela primeira vez no plano da análise neoclássica, o equilíbrio econômico apresentava duas faces: interna e externa. Pior, os dois equilíbrios poderiam não coincidir. Aumentando-se a taxa de juros para algum nível acima do vigente nos outros países deprimia-se o investimento, o emprego e o nível da atividade econômica interna, mas “*the reduction of Bank rate to the international level will lead to an outflow of the foreign money temporarily attracted by the high rate*”..² Assim, a taxa de juros que garante o equilíbrio externo pode não coincidir com aquela que garante o equilíbrio interno. Já que a taxa de juros se relaciona com a oferta monetária, haveria duas ofertas monetárias relevantes e uma *escolha (trade-off)* a fazer entre o equilíbrio externo e o interno.

O equilíbrio, desdobrado em externo *ou* interno, levaria um filósofo a se indagar sobre a existência e o sentido exato do equilíbrio, e deveria levar um economista e um político à indagação: qual deles é mais importante? — o que levanta à questão *para quem?*. O equilíbrio enquanto dilema político leva à pergunta: quem fará esta escolha e quais serão os seus critérios?

Na análise econômica, que trabalha com um modelo de economia fechada, *todos* os fatores de produção possuem mobilidade irrestrita e ela permite a mudança de um nível menos eficiente para outro mais eficiente de produção, o que garante a eficiência do sistema. No plano mundial, o trabalho não possui esse tipo de mobilidade. As máquinas e os equipamentos, uma vez instalados, são relativamente fixos, mas é possível investir os lucros e mesmo todo o fluxo de caixa em outro local e, mais difícil mas não impossível, em outro espaço econômico e em outro ramo. Por isso, o capital físico é fixo no curto prazo e móvel no longo prazo. O capital de empréstimo possui mobilidade maior que, no entanto, depende das instituições.

O ouro, como ativo e moeda, apresentava aceitação global e mobilidade praticamente absoluta. Mas o estoque mundial de ouro estava concentrado nos países líderes, sua distribuição atendia a critérios de eficiência econômica. O papel-moeda conversível em ouro deveria ter os mesmos atributos, mas sua conversão dependia da *vontade política* e dos interesses nacionais. De qualquer forma em havendo mobilidade grande ou irrestrita do capital, ele fluirá para o espaço econômico mais eficiente ou para aquele que apresentar, conjuntamente, maior possibilidade de ganho, com menor risco.

Com essas considerações, o equilíbrio (além de externo e interno) apresentava *mais duas* faces: aparente (conjuntural) e básica (*apparent and underlying*), nos discursos dos economistas ingleses, principalmente Hawtrey e Keynes. O equilíbrio aparente dependeria da capacidade de atrair fluxos de capital através de medidas de política econômica, fundamentalmente via aumento na taxa de juros. Entretanto, esse tipo de equilíbrio é *temporário*, vigora enquanto durarem as condições excepcionais.

O equilíbrio básico, ao contrário, depende dos verdadeiros determinantes da oferta, da dotação de fatores de produção e das condições técnicas na economia. Obviamente, o equilíbrio básico pode ser alcançado pelos países periféricos, quando atingirem as condições dos países desenvolvidos. Nesse meio termo, enquanto não são produtores eficientes de bens, quando muito, podem almejar apenas o equilíbrio aparente. Solução ótima para a utilização eficiente dos escassos recursos mundiais é deixar o capital fluir para os espaços econômicos onde será melhor aproveitado. A restrição à mobilidade de capital, portanto, é de ordem política e contribui para a redução da eficiência econômica mundial (ver Flanders, 1989).

A nossa intenção não é discutir exaustivamente o assunto, mas apontar a impossibilidade de os países periféricos e endividados praticarem uma política monetária independente num mundo com mercados integrados de capital. O maior instrumento de política econômica, a política monetária, torna-se ineficiente e mesmo inoperante. A política econômica dos países periféricos dependerá das circunstâncias ditadas pela conjuntura vigente nos países líderes. Este é o principal motivo para abordar as condições que propiciam a eclosão da crise financeira nos países líderes. A queda tendencial na taxa de lucro, no Japão e nos Estados Unidos, pode explicar, também, em que circunstâncias os países periféricos podem atrair o capital de risco para alcançar o equilíbrio externo aparente.

As crises financeiras nos países periféricos sempre foram reflexo das condições nas economias líderes e se devem a condições objetivas e atuantes, bem diversas de uma pretensa falta de capacidade e preparo das autoridades monetárias. Num panorama de mobilidade de capital, estas economias não podem ter políticas econômicas independentes. Como bem explicado por Salant:

“A country can have an independent monetary policy , {...} if foreign trade accounts for a small share of its national income, but it in turn, is responsible for a sizable percentage of world trade. The exemplar of this, of course, is the United States. Not only was it protected, by small marginal propensity to import, from foreign disturbances; {...}. A larger share in world trade would lessened the impact of this shock on the U.S. economy (Salant 1941 {...}).”³

Para que o equilíbrio interno de um país coincida com o equilíbrio externo e para que este tenha uma política monetária independente, terá que ser grande, economicamente eficiente no plano

internacional, com diversificada pauta de exportações etc. Enfim, deverá possuir os atributos de um país líder. Se não for basicamente independente, a simples possibilidade de ajuste nos fluxos bilaterais de seu comércio exterior, na presença de mobilidade de capital, é questionável, tal como Keynes havia afirmado ainda em 1930: *"I do not know why this should not be considered obvious. If English investors, not liking the outlook at home, fearing about disputes or nervous about a change of government, began to buy more American securities than before, why should it be supposed that this will be naturally balanced by increased British exports? For, of course it will not..."*⁴

Mais tarde, Keynes escrevia sobre as assimetrias do ajuste. Em *Bretton Woods*, ele chegará mais longe ao afirmar:

"The problem of maintaining equilibrium in the balance of payments between countries has never been solved, since methods of barter gave way to the use of money and bills of exchange {...} The failure to solve this problem has been a major cause of impoverishment and social discontent and even of wars and revolutions. {...}"

To suppose that there exists some smoothly functioning automatic mechanism of adjustment which preserves equilibrium if only we trust to methods of laissez-faire is a doctrinaire delusion which disregards the lessons of historical experience without having behind it the support of sound theory.

*{..} it has been a fruitful source of all those clumsy hindrances to trade which suffering communities have devised in their perplexity as being better than nothing in protecting them from the intolerable burdens flowing from currency disorders."*⁵

Ou seja, ultrapassando a fase de ceticismo de 1930, ele afirmava que os ajustes externos não passam de acidentes históricos e que, obviamente, não se pode esperar a ocorrência de novos acidentes.

10.5 A FRAGILIDADE FINANCEIRA E A POLÍTICA ECONÔMICA

Empiricamente e *ex-post*, o auge do ciclo caracteriza-se por brusca queda na taxa de lucro, acompanhada por aumento na taxa de juros. No plano interno dos países líderes examinados, a ação deliberada dos gestores da moeda — que inclui aumentos na oferta monetária, redução da taxa de juros e a conseqüente diminuição do peso das dívidas — tem o poder de evitar a manifestação da crise financeira. Entretanto, mesmo que a participação dos juros se mantiver constante, a *tendência* à queda na taxa de lucro, que acompanha a interrupção da *expansão* do crédito, indica a crescente necessidade de intervenção no sistema. A economia passa a apresentar crescente instabilidade financeira. O resultado final, no longo prazo, dependerá do comportamento subseqüente da taxa de lucro e de sua relação com os juros.

Como explica Wolfson em relação à economia norte-americana: *"The sharp decline in profitability in the late 1960, and the transition to a new, lower level of profitability for the non financial corporate sector also had implication for the stability of the system of financial regulation. {...} to the likely direct effect of lower profitability on the trend towards increased bank loan losses,*

*the decline in profitability had an important indirect effect. The decline in the share of total corporate income going to profits led to increased pressure on corporations to increase prices in order to boost profits, and to an intensification of the struggle between corporations and employees over the division of that income."*⁶ O efeito indireto será abordado mais adiante no trabalho.

O caminho da economia japonesa apresenta um comportamento semelhante que se iniciou nos meados dos anos 70. Os dados demonstram que: a oferta monetária numa concepção de M_1 apresenta pouca relação com o volume total de crédito. (Vimos que enquanto a relação de M_1 com o produto não variou de forma significativa desde 1947, o crédito às empresas nacionais privadas aumentava continuamente até 1990). De 1970 até 92, o capital próprio das empresas constituía 15% a 20% do capital

total das empresas no conceito *corporate*. O capital de empréstimo era, portanto, a forma dominante sob a qual se apresentava o capital e essa situação que perdura por mais de 20 anos é, sem dúvida, estrutural.

Numa economia, em que 80% do capital total das empresas são constituídos por capital de empréstimos, os administradores das empresas *não* estão diante de uma decisão de tomar ou não empréstimos. Negar o acesso de uma empresa ao crédito, nessas condições, significa a sua imediata falência. Sugerir que as empresas possam prescindir de crédito se as condições para a sua concessão se tornarem adversas em relação a algum cálculo financeiro não demonstra imprecisão de análise, mas delírio teórico, pois não se trata de falsa lógica, mas de um absurdo. Nesse tipo de economia, o funcionamento *normal* das empresas está *condicionado* ao acesso ao crédito.

Isso posto, a teoria econômica deverá estar concentrada no estudo, amplo e profundo, dos determinantes do crédito que são os alicerces do funcionamento das empresas, da produção e de distribuição de bens. E na relação entre o crédito e o lucro.

Podemos sugerir algumas implicações: se a taxa de juros não for um preço sobre o qual recai a decisão, mas um preço exógeno, imposto que não permite grande margem de modificação ou manobra por parte das empresas no curto prazo, modifica-se o alcance das medidas práticas de política econômica.

Adotando-se o caso da economia japonesa (1992), verifica-se que o *aumento de um* ponto percentual na taxa de juros, *ceteris paribus*, *reduz em quatro* pontos percentuais a taxa *média* de lucro — calculada da seguinte forma: Lucro *Antes* de Impostos/Patrimônio Líquido. Pois para cada unidade (monetária) de patrimônio líquido (capital próprio) corresponde quatro unidades de capital de empréstimo (ver figura 9.8). Se as autoridades monetárias tivessem, por alguma razão que não importa neste momento, implementado uma política de aumento da taxa de juros, *uma alta de menos de três pontos percentuais transformaria os lucros das corporações em prejuízo*. Se a política persistir por um período suficiente, pode-se vislumbrar o seguinte encadeamento: os bancos — alarmados com a ausência de lucros e o extremo aumento do risco dos empréstimos — aumentam o *spread* e não renovam o crédito das empresas mais afetadas que, por isso mesmo, vão à falência.

Antes disso, sob o efeito conjunto do prejuízo e da falta de renovação de crédito, a avaliação de mercado de grande parte das empresas desaba. Alguns bancos mais expostos a ativos em depreciação tornam-se inadimplentes. Para evitar que a crise financeira se manifeste na forma clássica, com corrida à moeda e falências generalizadas, o banco central entra socorrendo as instituições financeiras. Segue apuração das perdas e um ajuste paulatino dos patrimônios. O banco central (ou o tesouro nacional) arca com a insuficiência patrimonial das instituições bancárias afetadas, promovendo a venda da sua parte sadia.

Os patrimônios são *sempre* avaliados comparativamente: a taxa de lucro efetiva e a esperada, em relação à taxa de juros vigente (e esperada). Subindo a taxa de juros, abaixa o valor de mercado dos ativos financeiros. As empresas (ou agentes econômicos) menos afetadas podem comprar as empresas depreciadas a preços de liquidação, *com amplo financiamento* e com juros subsidiados. Bancos centrais, com o nobre e irrepreensível intuito de reduzir o alcance do prejuízo dos ativos ‘podres’, promovem linhas especiais de crédito destinadas a bancos que absorverão a parte sadia das instituições afetadas pela situação. Movimento semelhante pode ser observado em relação às empresas em dificuldades para as quais os bancos se empenham em arranjar compradores e não raramente abrem linhas especiais de crédito que facilitam a compra. O resultado visível desses movimentos é a concentração da capacidade produtiva e do patrimônio nacional, expressa pelo aumento relativo ou absoluto nas fusões, aquisições etc. e redução nas taxas de investimento.

Evita-se, portanto, a *manifestação* da crise na forma de uma corrida aos bancos, mas permanece a *essência* da crise *que consiste na depreciação, na aniquilação de parte do patrimônio nacional e na concentração da riqueza nacional restante*.

Iniciamos a suposição de aumento na taxa de juros na presença de dívidas para demonstrar que a *propensão* da economia à crise financeira depende do *impacto conjunto* do *endividamento relativo das empresas, da taxa média de lucro na economia e da taxa de juros*.

O nível de endividamento das empresas diminui (deveria diminuir) o grau de liberdade do governo na concepção de medidas de política econômica. Dado o nível médio de endividamento das empresas, a política monetária que visa equilíbrio macroeconômico, usando para isso um aumento deliberado da taxa de juros, pode-se mostrar contraprodutiva, direcionando a economia rumo à crise financeira. Entretanto, a taxa de lucro e o endividamento não são variáveis independentes e as empresas não podem prescindir do crédito.

Estávamos considerando o aumento de *três* pontos percentuais na taxa de juros. É um diferencial muito grande em relação às taxas vigentes na economia japonesa; no entanto, é muito pequeno em relação às taxas consideradas necessárias — portanto, efetivas — para os ajustes macroeconômicos empreendidos em várias economias periféricas, em que o nível de endividamento das empresas e a lucratividade média são desconhecidos.

Capítulo 10

- ¹ Keynes, John Maynard (1930). *A Treatise on Money*. London: Macmillan, Vol. II, p. 190.
- ² Hawtrey, Ralph (1932). *The Art of Central Banking*. New York: Augustus M. Kelley, 1965, Primeira edição inglesa, 1932. p. 415-16.
- ³ Flanders, June M. (1989). *International Monetary Economics, 1870-1960 — Between the classical and the new classical*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989, p. 293.
- ⁴ Keynes (1930), *op. cit.*, vol. II, p 335.
- ⁵ Keynes, John Maynard. “Activities, 1940-1944; shaping the post-war world: the Clearing Union”. *Collected Writings*, vol. XXV, London: Macmillan, s.d., p. 21.
- ⁶ Wolfson, Martin H. (1994). *Financial Crises*. New York: M.E. Sharpe, Segunda edição, 1994, pp. 221-22.

Capítulo 11

*“O desenvolvimento, pois — de algum modo —,
leva de roldão uma parte do lucro do capitalista.
O juro funciona como tributo sobre o lucro.”*

Schumpeter

CICLOS, CRISES E O PREÇO DO CAPITAL

11.1 OS CICLOS E O PREÇO RELATIVO DO CAPITAL

Os movimentos coerentes, mas não rigorosamente cíclicos entre expansão e declínio na atividade econômica agregada, são o elemento essencial da dinâmica do desenvolvimento capitalista. Os economistas seguem por dois extremos: o de negar sua existência e o de interpretar as fases de declínio como um sinal da eminente queda do sistema.

As explicações teóricas estão de acordo com a percepção desses extremos. Os economistas que negam a existência dos ciclos concentram suas interpretações nas *crises*, atribuindo-as a fatores extra-econômicos. Como a moeda é a única variável exógena e importante ao sistema que, sem ela, tenderia “naturalmente” ao equilíbrio, os distúrbios na atividade real — que não se devem a desastres naturais — só podem ser financeiramente induzidos. Ao se pensar nas crises como fenômenos exógenos, conserva-se a integridade da análise neoclássica, mas em compensação perde-se a alternativa de ação para prever, prover e amenizar. Resta, por exclusão, acreditar no poder auto-regulador do mercado.

O outro caminho são as diversas alternativas teóricas, que consideram uma dinâmica do ciclo, evoluindo em direção à crise — o limite desta linha de análise é Marx. Argumento integrante dos esquemas explicativos sobre o ciclo econômico de eminentes teóricos — entre os quais podemos destacar Marx, Veblen, Schumpeter, Keynes e Minsky — é o aumento do preço do capital, que leva à redução nas taxas de lucro e nas de investimento. A queda tendencial da taxa de lucro, devida ao aumento na composição orgânica do capital — que pode ser interpretada como aumento do custo do capital por produto —, é o principal argumento de Marx para a redução da acumulação e da crise sistêmica. Embora não compartilhando a visão de Marx, Veblen, Schumpeter, Keynes e Minsky consideram o aumento relativo do preço do capital como responsável pelo ciclo econômico e pelas crises.

Os pontos em comum desses teóricos compreendem: (1) evolução do sistema e das suas variáveis principais de forma a criar uma dinâmica específica de ciclo; (2) a partir de algum ponto desta evolução, há aumento do preço do capital, responsável pela queda na taxa de lucro e pelas crises; (3) e uma visão da estreita inter-relação entre as crises econômicas e financeiras. Com certa dose de arbítrio nosso, as crises — cujas condições se *desenvolvem paulatinamente* — devem-se, basicamente, ao aumento do custo do capital e, ao não indicarem o fim do sistema, apontam para o fim de um ciclo de acumulação e para a necessidade de recomposição das condições para uma nova fase de expansão.

11.1.1 MOEDA: A MEDIDA POR EXCELÊNCIA

Como por ironia, a única variável exógena é, exatamente, aquela que homogeneiza todo o resto dos fenômenos econômicos. A homogeneização é necessária para que um fenômeno possa servir de medida para outro, porque “se e somente se” os fenômenos medidos forem homogêneos, poderá ser estabelecida a relação funcional entre eles. Apenas através da homogeneização dos objetos de estudo da ciência econômica — tão heterogêneos quanto: a satisfação, o lucro, o consumidor, o nível de emprego, a informação, o capital, os impostos, o trabalho, a empresa —, consegue-se a façanha de torná-los equivalentes. A estrutura matemática da análise econômica exige a homogeneidade, pois uma relação funcional pode ser estabelecida somente entre equivalentes. Para que x de *informação* possa equivaler a y de *lucro* e a z de *empregos* na economia, x e y expressam-se em *dinheiro* e este em utilidade e em *satisfação* dos agentes econômicos representados pelos x e y das trocas. Maximizando a sua *utilidade*, os agentes econômicos que estão trocando informação por lucro transformariam a sua satisfação da troca em z de *número de empregos*.

Note-se que os empregos se devem, em última análise, somente à satisfação. A satisfação, que normalmente carece de um parâmetro hábil de quantificação, é alcançada! E não apenas alcançada mas

expressa em ação: número de empregos (expresso em satisfação dos agentes que haviam ficado fora da troca). A façanha que tornou possível a troca entre informação e lucro, que resultou em satisfação, empregos e aumento da satisfação geral na economia, foi conseguida através do dinheiro. Foi a *moeda* que homogeneizou ou tornou equivalentes a *informação*, a *troca*, o *lucro*, que resultaram em *empregos* (*impostos, demanda, bem-estar social* etc.).

A escolha individual — guiada pela maximização da utilidade dos dois lados da troca — é capaz de proporcionar a obtenção do máximo. O máximo individual, atingido em função da eficiência do agente na utilização dos recursos escassos num dado espaço econômico, equivale ao ótimo, ponto no qual nenhum agente que participa das trocas pode melhorar a sua posição, *sem piorar a do outro*. Agregando-se às trocas, as satisfações e a eficiência na utilização dos recursos num espaço econômico homogêneo, no qual todos os recursos têm mobilidade perfeita e são mutuamente intercambiáveis, chega-se, com facilidade espantosa, ao ótimo social — sem que se tenha determinado o que, exatamente, é a satisfação¹ ou o ótimo social. Transpondo o esquema para as trocas em nível internacional, demonstra-se a propriedade e até a inexorabilidade do ótimo mundial, sem que se tenha determinado se existe Pareto ótimo em nível internacional. Sem se perguntar sobre a existência, e se existir, qual será o governo que preferirá o capital do país fluir para outros países, nos quais seu uso mais eficiente resultará num nível mais elevado de produção mundial? E qual será o povo que elegeria este tipo de governo? Ou todos iremos atrás do capital? Qual é a relevância do ótimo mundial, se ficarmos entre os excluídos?

A homogeneização de todos os fenômenos econômicos é feita através da moeda, muito embora esta não tenha uma *conceituação* e não seja um *padrão estável de medida*. Como se não bastasse, a moeda não tem *importância no esquema interpretativo* ortodoxo. Pensemos por partes, primeiro o conceito. Por que é necessário o conceito? O conceito, segundo a filosofia, refere-se àqueles traços que, sendo constitutivos do próprio objeto, não são alterados por mudança de perspectiva, ou na acepção de Hegel, é a essência necessária de realidade, que faz com que ela não possa ser diferente do que é. A falta de conceituação da moeda faz com que ela assuma diversas essências — sal, gado, ouro, tabaco, papel, M1, M2, L (capital?) — ao sabor do desejo de se provar ou derrubar qualquer tese.

Segundo: *o padrão*. Enquanto padrão de medida a moeda deixa a desejar, basta olharmos ao redor. Walras, no século passado, já afirmara: “Qualquer homem, por pouco que se ocupe de Economia Política, concorda que há entre o metro e o franco diferença essencial que o metro é uma unidade de comprimento fixa e invariável, enquanto o franco é uma unidade de valor que não é nem fixa, nem invariável, mas que, ao contrário, muda e varia de um ponto a outro, de um momento a outro, devido a circunstâncias. ... *É um metro variável*.”² Do ponto de vista prático, os economistas mantêm a moeda como padrão de medida através da utilização de índices, ainda que precariamente, e esse procedimento leva a irreconciliáveis discussões teóricas que não são objeto deste trabalho. Os índices, contudo, referem-se aos preços dos bens e dos serviços e não aos do capital.

Terceiro: *a falta de relevância da moeda no esquema analítico* tradicional. Esta deve-se à concepção do próprio modelo, no qual a moeda entra como única variável indeterminada num esquema pré-existente de equilíbrio, o que valida a concepção da sua neutralidade.³ A neutralidade do denominador comum e a sua invariabilidade são imprescindíveis do ponto de vista lógico para a sustentação do arcabouço analítico.

Esse padrão instável, que não se presta sequer para medir quantidades do mesmo bem no tempo, homogeneiza os demais fenômenos econômicos, servindo de medida entre quantidade e qualidade e para a passagem entre quantidades e conceitos! Além disso, a moeda é exógena, por isso pode ser responsabilizada por todos os distúrbios na atividade econômica real (que sem ela teriam sido impossíveis, a não ser na forma de desastres naturais).

O capitalismo caracteriza-se pelo crédito, a moeda desmaterializada, ou melhor, *a relação jurídica* que existe na forma de *direito* e, enquanto tal, é uma relação social. Historicamente, o capitalismo compreende dois regimes de moeda: um no qual a moeda mercadoria coexiste com o crédito e o do crédito (relação jurídica pura). No primeiro regime, a moeda é exógena *em parte* porque existem *duas* fontes para a expansão da oferta monetária. Uma envolve a *produção* efetiva de uma mercadoria especial — ativo que, ao lado dos outros ativos, compõe a riqueza de uma nação.

Produce-se uma mercadoria que é desejável: (1) por ser uma mercadoria, (2) por não ser perecível, (3) por servir de meio de pagamento *universalmente* aceito, (4) por ser capital ou, então, permitir a mobilidade irrestrita de capital. O estoque de moeda mercadoria aumenta através da produção (de ouro e de outros metais preciosos) ou, então, por produção de outras mercadorias trocadas por ouro. O ouro, na forma de produto, faz parte do *rendimento* dos agentes econômicos envolvidos na sua produção. Como mercadoria e pelas qualidades que lhe são atribuídas, faz parte da demanda agregada. Visto como rendimento das pessoas ocupadas na sua produção, o ouro *aumenta a demanda* por bens e serviços. Como capital — ativo universalmente aceito — aumenta a riqueza da nação e serve para troca por bens de produção.

Entretanto, *ao lado* desta moeda (ativo e capital), *efetivamente exógena*, cujo estoque aumenta com a produção e com a melhora na tecnologia, existe a moeda crédito (a *moeda relação jurídica*), cuja oferta depende da interação entre a atividade econômica, a bancária e a regulamentação estatal. Este tipo de moeda *não* é produzida, ela tem elasticidade zero de produção — sua demanda não determina um maior emprego de recursos para a sua produção nem o desejo de substituição por outro produto (permanecendo o resto constante).

A presença de duas moedas conceitualmente diferentes, *ao mesmo tempo*, impede a separação analítica entre as variações no rendimento devidos às modificações da riqueza total e da atividade econômica devidas à variação da moeda relação jurídica (a moeda crédito). Não se poderia dizer até que ponto o aumento da renda, ditado pelo aumento da produção e da demanda adicional por ouro, poderia ter sido responsável pelo aumento na atividade econômica e até que ponto o aumento da moeda crédito fora responsável por modificação (provável?) no nível da atividade econômica.

Ainda menos se sabia (ou se sabe) o mecanismo de transmissão, entre as variáveis reais (aumento da renda e da riqueza de uma sociedade — o efeito renda) e o aumento de moeda, sem que houvesse aumento no produto. No último caso, a moeda ‘excessiva’ causaria a elevação do nível dos preços — efeito monetário.

Há dois mecanismos:

(a) direto: oferta monetária $\uparrow\uparrow \rightarrow$ aumento da renda $\uparrow \rightarrow$ despesa $\uparrow\uparrow \rightarrow$ demanda por bens e serviços $\uparrow \rightarrow$ nível da atividade econômica $\uparrow\uparrow$;

(b) indireto \rightarrow oferta monetária $\uparrow\uparrow \rightarrow$ taxa de juros $\downarrow\downarrow \rightarrow$ crédito (?) \rightarrow despesa $\uparrow \rightarrow$ demanda por bens e serviços $\uparrow \rightarrow$ nível da atividade econômica $\uparrow\uparrow$,

e mais de cem anos de controvérsias sobre qual deles é o verdadeiro. Na prática, usam-se os dois. Para alguns estudiosos, o aumento da renda (riqueza, ativos) geraria aumento nas despesas. Para outros, antes de modificar a demanda total, o aumento da oferta monetária produziria redução na taxa de juros. De qualquer forma, junto com o aumento da oferta monetária *havia* ou pelo menos *poderia haver*, aumento do estoque de riqueza ou de ativos na economia. E não se poderia distinguir o efeito renda (e riqueza) do efeito da moeda excessiva em relação à ótima. A ótima é definida como a quantidade de moeda que não provoca modificação no nível dos preços.

A quantidade ótima de moeda é ideal, pois *já* foi alcançada na história econômica. Desde os primórdios do capitalismo, o nível geral dos preços ou sobe ou, então, desce e em nível mundial. E esse movimento serviu como base para se cogitar a existência de ciclos longos na atividade econômica. O aumento dos preços historicamente tem acompanhado as fases expansivas dos ciclos e a redução, as fases de declínio (ver Friedman e Schwartz, 1963, entre outros).

O regime de moeda crédito é fundamentalmente diferente do sistema misto no qual ao lado de moeda crédito havia a moeda mercadoria (ativo e riqueza) e a principal diferença, para nós, no momento, é que para todos os efeitos práticos *não* existe a *produção* de moeda, assim, qualquer ‘criação’ de moeda deve refletir uma modificação na relação patrimonial dos agentes econômicos. Corre-se o risco das trocas, efetuadas em unidade monetária, *não* se exprimir em equivalentes de bens ou de capital.

11.2 A MOEDA E O CAPITAL

Entre os teóricos que consideram o sistema essencialmente *estável* (e as crises, fenômenos *incidentais* na vida econômica), os monetaristas são a corrente mais relevante. Eles aceitam os desequilíbrios sistêmicos atribuídos basicamente a problemas de cunho monetário. É a visão da crise financeira provocando distúrbios na atividade econômica real — os distúrbios reais financeiramente induzidos por uma quantidade ‘excessiva’ de moeda, de crédito ou de endividamento (alavancagem financeira das empresas).

Mas, esses economistas — que centram as explicações das crises financeiras no aumento ‘excessivo’ da moeda, do crédito ou do endividamento — são aqueles que mesmo não tendo admitido explicitamente a hipótese de um relativo aumento do preço do capital como responsável pelas crises, do nosso ponto de vista, negam esta interpretação com maior veemência. Para demonstrar, bastaria mudar o conceito da moeda, de mero meio de pagamento para capital.

No argumento principal de Friedman e Schwartz, as crises financeiras são precedidas pelo aumento desmesurado da *moeda*. Para Hawtrey⁴ devem-se ao ‘excessivo’ aumento do *crédito* e para Fisher (pós 1930), como já vimos, as causas primárias das crises financeiras *severas* são o ‘excessivo’ *endividamento*. Excluindo-se a moeda manual — parte dos meios de pagamento cuja quantidade é regulamentada pelo Estado e cujo peso, em relação ao resto, tem significância cada vez menor (e até prescindível no limite, atualmente) — o restante do dinheiro que conta no balanço bancário consolidado é crédito concedido. A denominação de crédito ou de moeda depende de que lado do balanço bancário é abordada a questão.¹

Na forma de *crédito*, a *moeda* faz parte do *capital* operacional total das empresas, que é composto por capital próprio e capital de terceiros — de terceiros em relação àqueles que têm responsabilidade pelo risco inerente aos negócios *das empresas*, ou seja, à realidade jurídica da empresa. Nos países desenvolvidos, a esmagadora maioria do capital externo às empresas consiste em crédito bancário, portanto, grande parte de seu capital total constitui-se de empréstimos bancários. Este crédito, quando relacionado com o capital próprio, determina o grau de alavancagem ou o grau de endividamento das empresas.⁵

Numa economia fechada (base para a análise econômica), o aumento do crédito bancário em relação ao produto ou ao estoque de capital compreende o aumento da moeda. Somente através do aumento da moeda, é possível o aumento do crédito bancário e somente se houver aumento do crédito — em relação ao capital próprio — pode-se falar em aumento da alavancagem financeira das empresas. *Excluindo* o caso de redução absoluta do volume de capital físico (ou do produto devido a desastre natural de proporções catastróficas), o aumento da alavancagem financeira das empresas indicaria, *simplesmente*, aumento do crédito em relação ao capital total operacional das empresas ou, então, em relação ao estoque de capital físico do país.

¹ ‘Excluiremos’ a moeda-manual que atualmente nos países desenvolvidos, não chega a 2% do total dos meios de pagamento.

A concepção da moeda como a contrapartida do crédito (ou ao contrário) transforma os argumentos de Friedman e Schwartz, de Hawtrey e de Fisher num único argumento — a crise financeira, nestes termos, será devida ao aumento excessivo da moeda, do crédito ou da alavancagem financeira das empresas^{II}. Mas, ao afirmarem que o aumento da moeda é responsável pelas crises, Friedman e Schwartz, Hawtrey e Fisher concordariam que existe, efetivamente, um aumento no volume de capital (e certamente deveria haver modificação no preço total do capital em relação ao produto da economia) e ele será responsável pelas crises financeiras.⁶

Vistas desta forma, as afirmações desses autores estão de acordo com os fatos nas economias que estamos examinando.⁷ Para determinar o aumento de probabilidade de uma crise financeira, bastaria examinar em que situação (*a moeda, o crédito ou a alavancagem financeira das empresas*), o valor deste capital — que não é considerado nas análises econômicas como capital — torna-se *excessivo* e em relação a qual outra variável se mede o excesso. Isso porque somente ao se tornar ‘excessivo’ será capaz de desencadear uma crise financeira. E para que se torne ‘excessivo’, em primeiro lugar, é necessária a comparação.

Na presença da moeda mercadoria, *ao se verificar* uma crise financeira *constatava-se* que a moeda havia aumentado em *relação ao estoque de ouro do país*. É um fato que não inclui a explicação para a crise financeira, pois a moeda em relação ao ouro do país aumentava sempre na fase expansiva do ciclo econômico, mas nem sempre este aumento desencadeava uma crise financeira. (Sobre a relação indissolúvel entre a expansão dos meios de pagamento e da atividade econômica agregada ver Friedman e Schwartz 1961).

Excluindo-se os fatores externos (economia fechada e sem desastres naturais), na ausência da moeda mercadoria o aumento no volume de crédito, *em relação ao produto*, indicaria *aumento no total do capital* de empréstimo necessário à produção, *mas não haveria possibilidade de atribuir este aumento a um efetivo aumento na riqueza do país*. Esta será dada fundamentalmente pelo valor dos bens de capital, que são os únicos ativos capazes de gerar *aumento* da renda agregada.

Haveria necessidade de considerar *dois tipos de capital*: capital físico e o de empréstimos, com pesos e custos diferentes para a economia como um todo, durante o ciclo econômico. O custo do capital físico mede-se pela razão produto/capital, que é constante para os efeitos de análise econômica. O capital de empréstimo tem custo unitário (dado pela taxa de juros média) e custo total para a economia (volume x taxa de juros média), o aumento deste capital em *relação ao produto* (*ceteris paribus*) significa aumento no *custo total* do capital utilizado na produção, ou seja, um aumento no preço do capital em relação ao produto.

^{II} Ainda assim, existirá diferença entre as três abordagens e ela pode ser encontrada na responsabilidade pelo aumento da moeda, do crédito ou do endividamento (e, a partir disso, da responsabilidade sobre a crise financeira). No esquema interpretativo de Friedman e Schwartz, as autoridades monetárias são responsáveis pelo aumento da moeda e com ela pelo aumento do crédito. E há crédito mal concedido porque há muita moeda ou moeda mal emitida. Do ponto de vista de Hawtrey, a maior parte da responsabilidade pode ser atribuída aos bancos e ao processo de concessão de crédito. Do lado de Fisher (após 1930), os empresários, numa onda de otimismo em relação aos lucros, se endividam excessivamente. A responsabilidade recai sobre os empresários e os bancos. Estas diferenças, evidentemente, são fundamentais quanto à concepção e a implementação de políticas que visam o controle do evento. No primeiro caso, a ação se concentrará na emissão monetária. No segundo, a atenção recai sobre o volume de crédito concedido. Portanto, as políticas que incluem controles *quantitativos* de crédito serão mais relevantes. No terceiro, o cuidado que *os bancos* devem ter em relação à alavancagem financeira das empresas e aos valores dos colaterais é fundamental. As políticas enfatizariam o controle *qualitativo* do crédito e as autoridades monetárias devem estar alertas (e alertar os bancos) quanto ao valor das garantias (colaterais). Na prática, em função da falta de certeza sobre qual das três abordagens é a ‘verdadeira’, utilizam-se as três.

Para concluir esta parte, primeiro, esperamos ter mostrado a relevância do conceito. Se a moeda não for apenas um meio de pagamento, mas expressão de capital, os monetaristas afirmariam veementemente que, no decorrer do tempo, há modificação na quantidade do capital de empréstimo.

Na presença de progresso técnico neutro^{III} — produtividade constante por unidade de capital físico ou custo de capital invariável por produto — ao afirmarem que a quantidade de moeda e crédito é importante, seriam os primeiros a enfatizar que a relação específica entre as duas formas de capital é relevante para o nível e a dinâmica da atividade econômica agregada.

Centrando as suas explicações na moeda como *meio de pagamento* — neutra do ponto de vista da produção e da *distribuição*, pois não afeta a alocação dos fatores da produção — os monetaristas, assim como os adeptos da visão de assimetrias na informação, não contemplam a *evolução* do sistema, que leva à *modificação paulatina* da composição e do preço relativo do capital.

Na parte empírica deste trabalho, verificamos que no curso *normal* de desenvolvimento de duas economias líderes forma-se dada estrutura de dívidas (ou de capital de empréstimo em relação ao capital próprio) que reflete em *constante* modificação nas formas e no peso relativo do capital e na distribuição do excedente. Se o excedente econômico for uma parcela relativamente fixa do produto (tal como verificado em nossas pesquisas e nas de outros economistas, entre os quais o mais conhecido é Simon Kuznetz), a sua distribuição entre o capital físico (capital próprio) e o capital de empréstimo, certamente, será relevante para a rentabilidade do capital físico e para a dinâmica do ciclo econômico. Esta relação mutável entre os capitais não foi elucidada pela teoria econômica, porque enquanto parte dos teóricos centra as atenções sobre o capital físico — negligenciando relativamente o capital de empréstimo e/ou considerando a moeda parte do capital próprio das *empresas* — a outra parte concebe a moeda, com isso o crédito, como meros meios de pagamento, desprezando a sua relação com o capital físico.

Partindo-se de duas premissas: (1) progresso técnico neutro ou relação produto-capital físico constante e (2) excedente econômico relativamente fixo como parcela do produto — o que significa relação produto/mão-de-obra constante ou uma massa salarial constante como parte do produto — e adicionando-se um aumento paulatino no volume total de capital de empréstimos, chega-se à conclusão que haveria um aumento do capital total operacional. Consequentemente, aumentaria o custo do capital por produto. Com excedente fixo e alocação de uma parcela crescente do produto como remuneração do capital de empréstimos, verificar-se-ia um decréscimo na taxa de lucro.

(1) Para que a produtividade ou a rentabilidade *média* do capital na economia seja estável, apesar do aumento no total do capital em relação ao produto, o excedente econômico terá que ser crescente na medida do aumento do volume e do preço do capital de empréstimo. Neste caso, porém, haveria redução da massa salarial e todas as consequências desse fato para a demanda agregada e o nível da atividade econômica.

^{III} O progresso técnico, num conceito prático, se mede através da relação produto-capital. Bresser Pereira (1986), utilizando a conceituação original de Roy Harrod, distingue três tipos de progresso técnico: (1) dispendioso de capital, (2) neutro e (3) poupador de capital. No primeiro caso, a produtividade do capital (medida pela relação produto-capital) tende a cair, no segundo é constante e no terceiro tende a subir. Na presença de progresso técnico dispendioso de capital “O capital constante, K, aumenta mais que proporcionalmente, em relação ao emprego, L, e ao total de salário, W, provocando o aumento na composição do capital. {...} O progresso técnico neutro é aquele em que a relação produto-capital permanece constante {...}, a composição orgânica do capital e a taxa de lucro serão constantes {...} Por ser a única compatível com o equilíbrio *steady state* essa modalidade de progresso técnico é utilizada nos modelos de crescimento econômico e em particular no modelo de Harrod. {...} Um progresso técnico poupador de capital {é aquele} em que o barateamento do capital é suficientemente grande para determinar uma elevação da relação produto-capital. {...} Em consequência, a composição orgânica do capital será decrescente e a taxa de lucro crescente. {...} O tipo de progresso técnico terá uma influência decisiva sobre a tendência da taxa de lucro. Um progresso técnico dispendioso de capital terá uma influência negativa sobre a taxa de lucro, o inverso ocorrendo com um progresso técnico poupador de capital.” (Bresser Pereira, 1986, pp. 44-49)

Seja qual for o resultado, certamente, será importante para a análise econômica. *E a moeda* — ou o capital na forma de empréstimos — *tendo a capacidade de alterar a distribuição do produto, através disso o nível de investimento e o nível da atividade econômica, como demonstrado na parte empírica deste trabalho, não será neutra, nem poderá ser considerada enquanto tal.*

Esta questão levantaria várias outras. Em primeiro lugar virá, naturalmente, a questão da produtividade marginal do capital. Em havendo duas formas de capital — físico e de empréstimos —, cuja proporção se *modifica e* um excedente econômico *fixo*, a primeira pergunta: o que mediria a *produtividade marginal do capital físico*? Se a taxa de juros for *invariável* no longo prazo, mas haja modificação no volume de crédito (sempre em relação ao produto), a produtividade marginal do capital físico será variável. Um aumento no volume de crédito *ou* na taxa de juros, aumentará o preço do capital total, reduzindo a taxa de lucro. Isto é, a taxa de lucro e a produtividade marginal do capital físico serão mutáveis, dependendo da relação exata entre as duas formas de capital e da taxa de juros.

Levando em conta uma parcela cada vez *menor* do produto como remuneração do capital físico, *tal como se deduzirá pelo aumento da moeda que acompanha a expansão econômica na tese dos monetaristas* (e como verificamos na parte empírica deste trabalho), podemos discutir o esquema interpretativo keynesiano no que tange à eficiência marginal do capital. Entretanto, antes de avançar, detalharemos um pouco mais este argumento.

11.2.1 EXPLORANDO O ARGUMENTO...

Numa economia financeiramente desenvolvida, o capital operacional total utilizado pelas empresas é composto por capital próprio e capital de empréstimos, o primeiro envolvendo basicamente a planta produtiva ou o ativo fixo das empresas. Assumindo-se uma relação estável capital físico/produto, esta parte do capital, por se comportar como uma constante, poderá ser desconsiderada para os efeitos de modificação do preço do capital. A única forma relevante do capital, para medir uma modificação do seu preço no agregado, será dada pelo volume e preço do capital de empréstimos. Um aumento do volume de crédito em relação ao produto ou um aumento na taxa de juros indicará o aumento do preço do capital total utilizado pelas empresas.

Recorrendo a economia japonesa: em 1950 o crédito às *empresas nacionais privadas* (crédito indireto: concedido pelos bancos) correspondia a um valor equivalente a 25,2% do produto e, em 1990, a 136%. A *expansão* do crédito ou o volume de capital operacional *total* das empresas nacionais privadas no Japão, neste período foi de um montante próximo a uma vez o produto. E esta medida, por ser expressa em produto, é real. A participação dos juros *brutos* na renda nacional poderá dar a medida exata dos encargos *reais* das dívidas, mas como essa medida não é disponível, utilizando os juros líquidos ou a renda pessoal de juros contamos com uma aproximação.

- (1) Partindo-se da hipótese de progresso técnico neutro — na terminologia Harrod-Bresser (relação produto-capital constante), que segundo Bresser Pereira “é uma hipótese ao mesmo tempo conservadora e prudente, na medida em que pressupõe uma variação que não afeta as demais variáveis”⁸ — suponhamos que aumente o *volume de empréstimos* em relação ao produto. *Ceteris paribus*, uma parcela crescente do produto deverá ser canalizada como remuneração desta forma de capital.^{IV}

^{IV} Note que a situação será pior se considerarmos aumento concomitante do custo do capital físico. Neste caso, não haveria aumento da alavancagem financeira das empresas, mas o aumento no preço do capital somar-se-ia ao custo da expansão do crédito.

- (1a) Com excedente fixo, obviamente, diminuirá a parcela do produto que remunera o capital físico. Menor parcela do produto sobre o mesmo estoque de capital físico em relação ao produto, significa menor taxa de lucro. Isto é, a taxa de lucro diminuirá na medida do aumento do volume de capital operacional total (que se modifica somente em função do aumento do crédito bancário).

Se a taxa de juros permanecer inalterada, haverá aumento do custo *total* do crédito na economia. Se subir, aumentará *também* o custo *por unidade* de empréstimo. Se baixar, o impacto dependerá da relação volume de crédito *versus* a taxa de juros (excluindo efeito da inflação). Mas em que condições haverá redução no volume total de crédito concomitante com a queda na taxa de juros e em que condições a taxa de juros abaixa quando aumenta o endividamento geral das empresas?

- (1b) Para que a taxa de lucro do capital físico se mantenha, deveria haver aumento no excedente econômico, o que significaria verificar a redução nos salários e na demanda agregada, se o investimento não subir. Mas qual será a razão para o aumento no investimento se a demanda agregada decrescer?
- (2) Hipótese de manutenção do custo total do capital na economia. Com o aumento no volume de capital de empréstimos (sempre em relação ao produto) para compensar o aumento do custo dos empréstimos, deveria haver *redução* no custo do capital físico (ou um aumento da produtividade média do capital físico, progresso técnico poupador de capital medido por uma relação capital-produto crescente). Mesmo assim, o *regime jurídico destes capitais importaria* para a dinâmica do crédito e da atividade econômica agregada. A alavancagem financeira das empresas, medida pela relação capital próprio/empréstimos, aumentaria e isso levaria ao *aumento do risco do credor*. Subiria a taxa de juros e diminuiria o volume de crédito concedido, levando o nível da atividade econômica agregada para baixo. Para determinar as condições para a eclosão de uma crise financeira, como função do risco do credor, falta o ponto em que o risco seria 'excessivo' e a variável em relação à qual se daria este excesso.

Mais um agravante: o capital físico comporta aumento de produtividade (um custo relativo mais baixo ou maior produtividade como função de avanço tecnológico), mas o mesmo não ocorre com o capital de empréstimo cujo custo unitário depende diretamente da taxa *real* de juros e cujo custo total para a economia é função do volume de empréstimos. Para os efeitos de modificação do preço do capital operacional total, o impacto do avanço tecnológico (o aumento da produtividade do capital), *que incide apenas sobre uma parcela do capital operacional total* na economia, dependeria, além ritmo do avanço tecnológico, da relação *exata* entre o capital físico e o capital de empréstimos.

Pode-se afirmar que há *duas* fontes de aumento do preço do capital em relação ao produto: uma deve-se ao aumento do *volume* da moeda, crédito ou endividamento das empresas (e, certamente, pelo seu *preço* sinalizado pela taxa de juros); outra devida ao aumento do preço relativo do capital físico. Estes aumentos de preço do capital não são independentes, mas somente o aumento do preço (ou redução da produtividade) do capital físico consta dos esquemas explicativos dos economistas não ortodoxos.

Quanto à crise financeira, excluindo-se o crédito externo e uma redução absoluta no estoque de capital ou no produto, o aumento do endividamento *médio* das empresas — Capital Total/Patrimônio Líquido — em relação ao capital próprio *só* acontece se a moeda, num conceito mais abrangente, aumentar. Justamente como aumentou (ver figuras 9.4, 9.5 e 9.6).

Tendo em vista o ininterrupto aumento do crédito em relação ao produto de 1947 até 1990 na economia japonesa, o fundamental argumento monetarista o do crédito ou endividamento das empresas sobre as condições necessárias para uma crise financeira explicaria qualquer crise *hipotética até 1990*, pois a partir daquele ano foi verificado um movimento de redução relativa no volume de crédito. Mas, para explicar a crise financeira, deve-se desconsiderar o comportamento de M1 — que desde 1947 não variou de forma significativa em relação ao produto.

Aumentou o crédito, o endividamento e a alavancagem financeira das empresa, mas a velocidade renda da moeda e as preferências dos agentes sobre os seus saldos reais mantiveram-se praticamente inalteradas. A fundamentação do argumento, de aumento da moeda no conceito de M₁, não poderia

explicar a crise financeira de 1995, ao passo que o aumento do crédito explicaria *qualquer* crise financeira *hipotética até* 1990 — mas não poderia explicar a crise de 1995. Não há a mínima possibilidade de culpar o déficit governamental, uma vez que este foi muito baixo durante todo o período do pós-guerra.

Sem a quantificação do ‘excesso’ de crédito e da variável em relação a qual se mediria este ‘excesso’, uma crise financeira *hipotética* neste período deveria ser atribuída ao aumento do crédito ou da alavancagem financeira das empresas. Como demonstram os dados, a alavancagem financeira das empresas japonesas foi *maior* em meados dos anos 70, quando o capital *próprio* das corporações perfazia menos de 15% do capital total utilizado e 85% do capital operacional total consistiam em empréstimos. A crise financeira eclodiu somente em 1995, quando a alavancagem das corporações era menor (capital próprio por volta de 20% do total), o crédito havia diminuído em relação a 1990, a moeda — no conceito de M_1 , — havia aumentado em relação ao produto e a taxa de inflação estava cedendo.

O aumento da moeda, do crédito e da alavancagem financeira das empresas, na parte expansiva do ciclo, é um fato que, no entanto, *não* contém a explicação da crise financeira. A compreensão da dinâmica do ciclo econômico e das crises (econômicas e financeiras como parte integrante do ciclo) deve considerar a dinâmica do crédito, o custo do capital nas suas duas formas e o seu impacto sobre a distribuição do produto.

A lógica formal, guiada pelo bom senso, nem sempre ajuda. Partindo-se de uma *variação* do preço do capital para verificar a aceleração ou a desaceleração do investimento ou da acumulação, que caracterizam o ciclo econômico, seria imprescindível considerar a redução ou, no mínimo, a manutenção do preço do capital na fase ascendente do ciclo e um aumento na fase descendente. Se a produtividade do capital físico (relação produto-capital) for estável, na medida em que houver crescimento do volume de capital de empréstimos, o preço do capital total na economia deve aumentar e ter impacto na redução da taxa de lucro.

Por ironia, o *crescimento* do volume de crédito em relação ao produto *acompanha*, empiricamente, o aumento dos lucros, do nível do investimento, da taxa de emprego, do produto e da prosperidade. O preço do capital físico, no panorama de produto em expansão, se não diminui, no mínimo, não aumenta de modo significativo. Durante o período de expansão de crédito, empiricamente *não* se verifica aumento no preço do capital (por produto), ao contrário, ele é característica marcante da parte descendente do ciclo, quando o ritmo de expansão de crédito cessa ou se reduz. No Japão desde o auge do ciclo no início dos anos 70 até 1992, o preço do capital físico em relação ao seu produto dobrou (ver figura 11.7). Este achado empírico nos permite atribuir o decréscimo da taxa de lucro ao aumento do preço do capital físico.

Observação: A evolução do crédito em relação ao capital próprio no Japão não difere, *essencialmente*, da situação na economia norte-americana para a qual a falta do valor agregado do capital não permitiu o cálculo exato. Os dados permitem afirmar que a alavancagem das empresas do setor não financeiro da economia *norte-americana* aumentava sensivelmente de 1949 até o final dos anos 60, com uma taxa menor de aumento, a partir de então (ver figura 8.8).

11.3 INVESTIMENTO E LUCROS NA VISÃO KEYNESIANA

“O caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação ciclo, se devem principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital.”

Keynes

A *eficiência marginal do capital (emc)*, ao determinar a demanda por investimento, rege o nível da atividade econômica agregada. “A relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção”,⁹ junto com a taxa de juros, constituem a base para o cálculo da *emc*. Obviamente, a *eficiência marginal do capital* refere-se ao capital em forma de máquinas, equipamentos e estoques e compreende a comparação entre o rendimento (provável) de uma unidade adicional de capital físico — a taxa estimada de lucro — e o rendimento do capital em forma de empréstimos — a taxa de juros.

Em termos práticos, o resultado é obtido pela fórmula 11.1

Fórmula 11.1

$$P_k = \sum_{i=j}^d \frac{\pi_i}{(1+r)^i}$$

onde P_k é o preço de uma unidade de capital físico ou o desembolso com o investimento adicional, π é o lucro (estimado), r a taxa de juros. Resolve-se a equação para encontrar d , que é a taxa de desconto que vai igualar o valor presente do fluxo de lucros futuros ao preço do capital P_k (ou a eficiência marginal de capital).¹⁰ Se d for maior que a taxa de juros r , decide-se em favor do investimento.

Dada a taxa de juros — que é o preço do capital de empréstimo (preço da oferta de crédito, ou as condições de financiamento) — a *emc* dependeria do preço de oferta corrente do bem de capital físico. Excluindo-se a *estimativa* do lucro, a decisão de investir determina-se, efetivamente, pela relação entre as rentabilidades do capital físico e do capital de empréstimo. Pode-se esperar uma redução na *emc* com o aumento da taxa de juros ou com o aumento relativo do preço de oferta de capital físico. Ou seja, *um aumento de preço de capital — físico ou de empréstimos — leva à redução na eficiência marginal do capital físico.*

O *fluxo esperado de renda* é descontado à taxa de juros vigente. Se a taxa de retorno do investimento (em capital físico) *ultrapassar* a taxa de juros (a taxa de retorno do capital em forma de crédito) implementa-se o investimento. A eficiência marginal do capital será a taxa de lucro que se *espera* obter de uma unidade adicional de investimento, quando comparada com o rendimento de uma unidade adicional de capital em forma de empréstimo. Deste modo, a coincidência entre a taxa de lucro e a taxa de juros marca o limite para o investimento, não se investe se a taxa *esperada* de retorno for *menor* do que a taxa de juros.

Como veremos na seqüência, Keynes estava certo, porque na medida em que a taxa de juros se aproxima da taxa média de lucro o investimento adicional (a acumulação de capital) é dificultado ou praticamente cessa. Keynes não previu a existência de juros pós-fixados que dependeriam da taxa efetiva de inflação no período do empréstimo. Assim, a inflação, durante o período do empréstimo, transferiria valor para o devedor e reduziria o preço *real* do empréstimo, elevaria a eficiência marginal do capital. A inflação seria benéfica ao investimento porque reduziria o preço do capital.

Cabe ressaltar que a teoria econômica considera as taxas de juros e lucro idênticas ou bem próximas. Dependendo do modelo, a taxa de juros pode variar ao redor de uma taxa ‘natural’ (Wicksell) que coincide com a de lucro. Essa variação é necessária para a oscilação da atividade econômica ao redor do equilíbrio e para se encontrar as condições do crescimento econômico que teria sido impossível num modelo estrito de equilíbrio, no qual não há lucro (e não poderia haver pagamento de juros, mas isso é outra história que só alguns economistas, como Schumpeter, analisaram).

Empiricamente, o ponto no qual a taxa de juros se iguala à taxa média de lucro, ao invés de indicar o equilíbrio tal como consta nos clássicos modelos, sinaliza a brusca redução na taxa de investimento, *inversão* da tendência de crescimento, aumento da probabilidade de crise financeira (em economias financeiramente desenvolvidas).

A diferença entre as taxas *médias* de juros e lucro é brutal, ultrapassando em duas, três, quatro ou mais *vezes* a taxa de juros média durante o período de expansão econômica. Quando a taxa de lucro for significativamente superior à de juros, os empresários não têm dúvida sobre os lucros esperados. A incerteza e a volatilidade do sistema não são relevantes para a atividade econômica. Quanto *menor* for a diferença entre a taxa de juros e a de lucro, tanto mais os *banqueiros* ficam apreensivos. A sua preocupação torna-se explícita na redução do ritmo de aumento do crédito, no aumento dos juros e do *spread*. Na medida do decréscimo na taxa de lucro e, principalmente, ao redor de crises financeiras, quando a taxa de juros supera a de lucro, enquanto alguns bancos e banqueiros vão à falência, os bancos bem-administrados e os seus acionistas tornam-se sócios dos empreendimentos não financeiros em larga escala — apesar da falta de lucratividade dos empreendimentos não financeiros (ver a ata de reunião dos acionistas de Banco de Inglaterra após a crise de 1866 e o desempenho geral do setor bancário na crise de 1930 nos Estados Unidos).

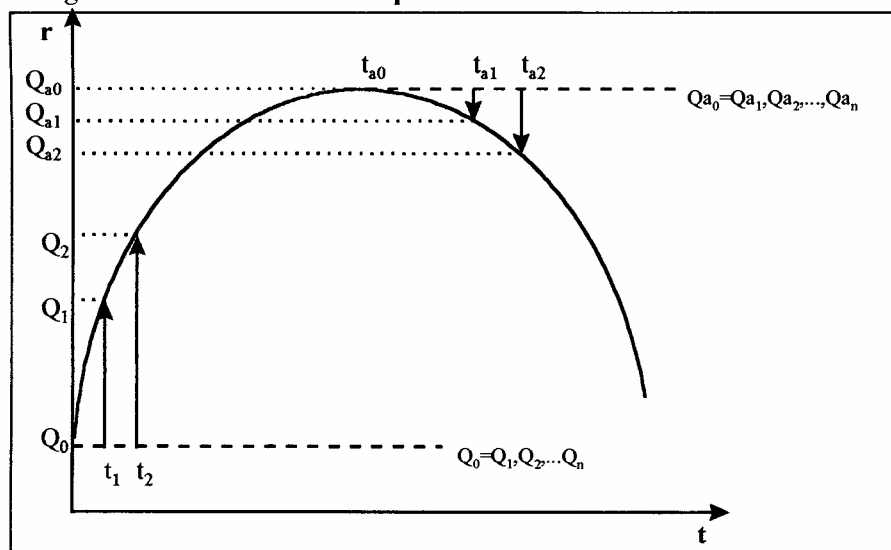
No esquema interpretativo keynesiano, os preços relativos do capital (P_k e r) são dados, os agentes econômicos não têm a capacidade de influenciá-los. O investimento adicional passa a depender *somente da expectativa* do fluxo de renda futura subordinada ao espírito empreendedor. Foi deste modo que “A Expectativa como Elemento Determinante do Produto e do Emprego” foi incorporada à análise econômica. A fórmula 11.1 é simples e se o nível de investimento determina o nível da atividade econômica agregada e a taxa de juros for um parâmetro fundamental para o cálculo da rentabilidade do investimento, as principais questões a serem respondidas passam a ser: o que determina o preço do capital e as *expectativas*. Estas questões, contudo, não foram respondidas de maneira satisfatória e há necessidade de fatores objetivos para a formação das expectativas.

O principal entre estes fatores, a nosso ver, é a *expansão* do crédito subordinada objetivamente à taxa de endividamento das empresas (conseqüentemente à distribuição do excedente econômico entre os lucros e os juros) e ao desenho institucional do país. As instituições definem o grau de endividamento aceitável numa economia, determinando, com isso, a expansão do crédito e a trajetória específica do desenvolvimento. É fácil provar a razão: sem a estrutura jurídica que garante o cumprimento dos contratos, *nenhum* grau de endividamento será aceitável, não existiria crédito institucionalizado, nem desenvolvimento econômico.

O esquema keynesiano permite as seguintes deduções, há muito tempo presentes na literatura econômica: (1) não existe informação perfeita sobre a taxa de lucro porque, antes de tudo, não se conhecem todas as variáveis envolvidas na sua determinação; (2) sem informação perfeita, a rentabilidade efetiva do capital divergiria *sempre* daquela que fundamentou o cálculo da taxa de lucro. Por outro lado, mesmo que se saibam todas as variáveis relevantes para a previsão da taxa de lucro e o impacto particular de cada uma delas, o objeto do cálculo (a taxa de retorno) integra o próprio cálculo. Ou seja, somente ao se *pressupor* um dado volume de investimento adicional no agregado, poder-se-á calcular a taxa de retorno, mas, somente ao se fazer a estimativa do lucro provável é que se conhece a decisão de investir. Podem ser imaginadas infundáveis tentativas de aproximação, em cada uma delas haverá empresas que modificarão os seus planos de investimento, inviabilizando, com isso, o próprio cálculo do lucro. Assim, a rentabilidade esperada *somente por acaso* poderá coincidir com a rentabilidade efetiva (e isso não levando em conta as eventuais modificações de outras variáveis, tais como taxa de juros ou preço de oferta de bens

de capital a partir de determinada demanda); (3) O padrão de formação das expectativas afetará o resultado final: a taxa de lucro e a de investimento; (4) Os investidores em capital físico não podem alterar o investimento já efetuado, só podem modificar a sua decisão de investir.

Figura 11.1 Rentabilidade: esperada e efetiva



r = rentabilidade, t = tempo; Q_0 = taxa de rentabilidade esperada; Q_1, Q_2, \dots, Q_n = taxas efetivas em t_1 e t_2 .

Imaginando uma curva que espelha a *eficiência marginal do capital* (e a demanda por investimento) com comportamento *semelhante* à taxa de lucro empiricamente encontrada, idealizamos a figura 11.1 que conta com dois pontos de partida: um empírico e outro teórico. O empírico reside na verificação de duas tendências distintas do comportamento da taxa *média* de lucro — crescente a partir de 1947 e decrescente a partir dos meados dos anos 70 — na economia japonesa. (Nos Estados Unidos, crescente de 1934 até os meados dos anos 60 e decrescente a partir de então).

Teoricamente, partimos da seguinte afirmação de Keynes: “A maioria das discussões sobre a eficiência marginal do capital parece desconsiderar os outros termos da série, excetuando-se Q_1 . Tal posição, porém, só poderia justificar-se numa teoria estática em que todos os valores de Q fossem iguais. A teoria usual da distribuição, na qual se supõe que o capital obtém no *presente* valor igual à sua produtividade marginal (num sentido ou no outro), só é válida numa situação estacionária.”¹¹ Não foi possível a verificação empírica de uma situação estacionária, pois a taxa de lucro e a de investimento mostram tendências de crescimento ou de decréscimo.

Sendo Q_0 a taxa de rendimento que orientou a decisão de investir, digamos em t_0 e que o resto da série de rendimentos previstos seja uma simples extrapolação da taxa de lucro verificada em t_0 para os períodos subsequentes t_1, t_2, \dots, t_n . Se a taxa de lucro se comportar da forma empiricamente encontrada, *na parte ascendente* do ciclo econômico (que coincide com a parte ascendente da nossa curva), em t_1, t_2, \dots, t_n , a taxa de lucro efetiva ultrapassaria a taxa esperada. A rentabilidade *efetiva* do capital físico será *sistematicamente subestimada* em relação àquela que orientou a decisão de investir. Essa percepção estimula taxas mais altas de investimento. A *subestimativa sistemática* da rentabilidade real do capital físico, na parte ascendente da curva, levaria ao crescente otimismo e a taxas crescentes de investimento, formando um círculo virtuoso.

A parte descendente da curva atende à seguinte afirmação de Keynes: “Uma característica essencial do auge da expansão é que os investimentos que terão um rendimento efetivo de, digamos, 2% em condições de pleno emprego, se realizam na esperança de, digamos, 6% e são avaliados nesta base. Quando chega a desilusão, esta expectativa é substituída por um “erro de pessimismo” inverso... o colapso

resultante do investimento novo que daí resulta leva então a um estado de desemprego”.¹² A rentabilidade efetiva dos investimentos será *sempre superestimada* em relação àquela que originou a decisão de investir, o que levaria ao pessimismo e à retração cumulativa nas *taxas* do investimento dos lucros e do emprego.

Neste exemplo, a diferença entre as taxas de lucro, esperada e efetiva, provoca dois movimentos que se reforçam mutuamente. As taxas de lucro que orientaram o investimento, sistematicamente subestimadas, na parte ascendente da curva, são um incentivo adicional à expansão do crédito, ou ao financiamento do investimento. Entretanto, ao se alcançar o ponto de inversão de tendência, a divergência entre a *expectativa* e o lucro *efetivamente* obtido será imensa.

Note-se que se a estimativa de lucro não for feita por simples extrapolação, mas por um termo de *adaptação* somado à taxa presente de lucro, no ponto de inversão da tendência, *sem* informação (bases incertas de conhecimento e de cálculo), o erro cometido será *maior*.

A divergência entre as taxas estimada e efetiva de lucro, no auge do ciclo, pode originar uma crise financeira. Isso porque: (1) há frustração de receita previamente calculada — base para a demanda do financiamento do investimento, que demonstra (2) dificuldades de pagamento dos compromissos financeiros no vencimento. Seguiria: (3) pressão de demanda por crédito, (4) aumento da taxa de juros, (5) reavaliação do estoque de capital na economia, e (6) forte redução nas taxas de investimento.

Se a crise financeira for reprimida por políticas governamentais (aumento na oferta monetária, redução da taxa de juros, sustentação dos ativos bancários e organização da liquidação dos ativos), assistir-se-á a uma redução paulatina e cumulativa na taxa de investimento agregado.

O auge da expansão caracteriza-se pelo pleno emprego dos fatores de produção e pressão da demanda. Além disso, há ‘substancial’ endividamento das empresas, aproximação entre as taxas de juros e de lucro e aumento do risco do credor. Um choque adverso por frustrar as receitas esperadas, na presença de substanciais dívidas no mercado monetário, pode resultar em brusco e sensível aumento da taxa de juros, que, dificultando o pagamento das dívidas e o risco do credor, resulta em desabamento do preço dos ativos e na crise financeira.

A frustração das receitas esperadas — fluxo de caixa das empresas previamente calculado, mas incapaz de gerar a renda para os pagamentos previstos no seu vencimento — resulta em aquecimento da demanda por crédito. O financiamento adicional necessário leva a aumento da taxa de juros, tanto maior quanto maior for a diferença entre o fluxo de renda planejado e o efetivamente obtido. A apreensão da administração bancária quanto ao aumento das inadimplências e o risco de desvalorização dos ativos, numa situação de ‘grande’ endividamento, pode resultar em redução do crédito, mesmo que o governo aumente a oferta monetária. A rentabilidade diferenciada das empresas e o seu porte relativo pesarão na concessão de crédito, os bancos tornam-se mais seletivos, exigindo maior *spread* de empresas menores e mais endividadas. A redução sensível da rentabilidade do capital físico, diante de uma taxa mais alta de juros, pode provocar queda no valor de mercado das empresas.

Expectativa do tipo racional, nas condições de ignorância, *aumentará* o erro, aumentando a probabilidade de crise financeira. Porque, quanto maior for o erro entre a taxa de lucro *esperada* — a que serviu de base para calcular a rentabilidade do investimento e para levantar o crédito necessário — e a taxa *efetiva*, maior será o financiamento adicional necessário. Maior será o aumento da taxa de juros e a probabilidade de crise financeira.

Crédito relativamente inelástico — característica fundamental do padrão-ouro —, aliado à uma forte demanda por ‘moeda’, certamente degenerará em crise financeira.

A causa da crise não será a contração do crédito nem a queda do preço dos ativos, mas o *colapso da eficiência marginal do capital* diante do aumento da taxa de juros e do risco do credor. A contração do crédito e a queda do preço dos ativos serão *consequências*. *A crise financeira, antes de ser um fenômeno puramente monetário, será o conteúdo latente da crise econômica* — exatamente como pensam os autores que consideram uma dinâmica específica de ciclo.

Os pontos de inflexão no ciclo sempre representaram sérios problemas analíticos. É unânime no meio acadêmico que a inflexão para baixo coincide com um acréscimo da pressão da demanda (em

relação aos fatores de produção, matéria-prima e mão-de-obra). É o ponto de 'pleno emprego' com o relativo aumento na participação dos salários no produto. Verificamos, empiricamente, que a passagem de crescimento cumulativo e acelerado na atividade econômica para o relativo decréscimo coincide com maior participação do trabalho no produto. Além disso, foi o ponto de maior expansão do crédito em relação ao capital próprio das empresas ou o de maior índice de endividamento das empresas no Japão. Como vimos, em meados dos anos 70, o capital próprio constituía aproximadamente 15% do capital total na economia. Até meados dos anos 90 o endividamento das empresas diminuiu (o capital próprio chegou a 20% do capital total). Quanto à economia norte-americana, a *taxa de crescimento* do endividamento das empresas não financeiras diminuiu entre o final de 1960 e 1980, quando voltou a crescer exponencialmente até 1991.

O crescente aumento do índice de endividamento geral das empresas na expansão do ciclo econômico reflete uma, também crescente, redução da *margem de segurança* do credor. Quando o capital de empréstimo constituir 10% (20%) do capital total operacional das empresas, a segurança do credor é absoluta, porque mesmo que o capital (empresa, empreendimento) sofrer severa depreciação, ela não tem poder de afetar os passivos bancários, porque os ativos não penhorados das empresas valem muito mais que o crédito concedido. Para que a queda de preço dos ativos *possa* ser relevante para os passivos bancários, a magnitude da queda terá que ser imensa. E, em não havendo endividamento significativo das empresas, a sua avaliação no mercado financeiro não será importante. Por outro lado, os bancos estão aptos a lidar com pequenas perdas em relação aos valores emprestados — são as perdas normais. Assim, em casos isolados de 'ativos podres' devidos à: má gestão de empresas, extrema inversão da demanda ou modificação repentina das condições de lucro, o risco da depreciação geral dos *ativos bancários* é desprezível.

A situação é frontalmente diferente quando o capital próprio constituir 10% (20%) do capital total (como no Japão depois de 1970). Qualquer expectativa de depreciação dos ativos causada por choques adversos de demanda ou oferta que deprimirem os lucros potencializa o risco *de os ativos bancários serem depreciados*, abrindo uma lacuna patrimonial em relação aos passivos.

A avaliação dos ativos financeiros — que representam o capital físico em ações, por exemplo — é feita através de dois parâmetros inter-relacionados: a taxa de juros e a taxa de lucro. Para efeitos de avaliação, a renda esperada do capital físico só tem sentido quando descontada de alguma taxa de juros. Um aumento da taxa de juros aponta para uma redução da rentabilidade do capital físico.

Os agentes econômicos não vão esperar o desenrolar dos eventos. A fim de tentar se proteger de perdas patrimoniais, eles devem antecipar o desenlace, modificando bruscamente a composição dos seus portfólios. Expressiva venda de ações, por exemplo, pode resultar em queda no seu preço, aumentando muito o risco de depreciação dos ativos bancários. Uma queda em bolsa pode *anteceder* a redução do nível do investimento e da demanda agregada.

A redução significativa do preço dos ativos só pode resultar em crise financeira se as empresas *em geral* forem *muito* endividadas, se a queda for pronunciada e se persistir. Obviamente, os termos muito, substancial, pronunciada e prolongada, não contêm a informação necessária para o cálculo. A nosso ver, falta compreensão do mecanismo e ela antecede o cálculo. Quanto *maior* for o endividamento, quanto menor for a diferença entre as taxas de juro e de lucros, tanto *menor* será a modificação do preço dos ativos ou da taxa de juros capaz de desencadear uma crise financeira.

Ameaça de redução do preço dos ativos potencializa o risco do credor. Os bancos podem (e devem) restringir o volume de crédito e tornar-se *mais* seletivos. As empresas pressionadas pelas condições adversas do financiamento podem recorrer à venda desordenada de ativos. Estão presentes todas as condições para a eclosão de crise financeira. Em termos de um modelo formal, a crise pode acompanhar, por exemplo, o modelo de Batchelor — no anexo dois deste trabalho.

Detalharemos um pouco mais a situação que precede uma crise financeira. No auge da expansão, dada a queda brusca e pronunciada na eficiência marginal do capital e o aumento na taxa de juros, assiste-se à completa inversão dos parâmetros (taxa de juros, taxa de lucro e demanda) que haviam orientado as decisões de *investir*, de *tomar empréstimo* e de *emprestar* — muitos investimentos tornam-se

inviáveis diante da nova taxa de juros, outros perdem atratividade. É esse o significado do aumento da volatilidade financeira ou da *incerteza*, no vocabulário keynesiano. Incerteza refere-se ao rendimento e a (des)valorização dos ativos. A situação de incerteza está associada, *empiricamente*, à queda da taxa de lucro para os níveis da taxa de juros. A taxa de lucro cai, posicionando-se ao redor da taxa média de lucro na economia o que coincide, empiricamente, com participação igual dos juros e dos lucros na renda nacional.

Alto nível geral de endividamento significa grande parcela dos lucros brutos destinada a pagamento de juros. Como vimos na pesquisa de Benjamin Friedman, entre 1950 e 60, as corporações norte-americanas destinavam 16 centavos de cada dólar de lucro bruto para pagamento de juros, em 1970, 33 centavos, em 1986, este valor havia aumentado para 57 centavos. Obviamente, no desenrolar desse movimento, os choques adversos, de demanda ou de oferta, transformariam lucros em prejuízos, com facilidade cada vez maiores.

A proximidade entre a taxa de juros e a de lucro dificulta o cálculo necessário aos empréstimos. As decisões de *tomar emprestado* e de *emprestar* tornam-se cada vez mais arriscadas. Os bancos intensificam a reavaliação da qualidade do crédito e aumentam o pessoal encarregado de acompanhar a qualidade dos clientes, o que eleva os custos na concessão de crédito. Eles podem interromper os empréstimos às empresas mais afetadas por qualquer situação adversa, tornando-as *insolventes* no ato. Na tentativa de minimizar os prejuízos, as empresas afetadas podem vender parte dos seus ativos a preços de liquidação, envolver-se em atitudes de *moral hazard* ou praticar uma mistura desses procedimentos. O incentivo para o envolvimento em atitudes de *moral hazard* é grande, porque o risco com a interrupção do crédito é de imediata falência.

No padrão-ouro, as crescentes dificuldades de pagamento dos empréstimos, a forte demanda por ‘moeda’ decorrente da situação e o crédito que, de teoricamente inelástico, torna-se inelástico de fato, resultarão em brusca interrupção do crédito que certamente poderá ser chamada de crise financeira. O que transformaria o dinheiro mercadoria no ativo mais desejado *não* é a função reserva de valor da moeda, mas o aumento *brutal* de seu poder de compra, quando há (ou se espera) depreciação do restante dos ativos na economia.

A crescente tensão no ambiente econômico evidenciar-se-ia, em primeiro lugar, nos bancos, por isso os banqueiros têm informação privilegiada. Eles devem restringir o crédito, dificultar as retiradas em espécie e ‘esquecer’ a separação entre a pessoa jurídica do banco e a pessoa física do banqueiro. No passado, ao tentar salvar o banco, podiam envolver-se em práticas de *moral hazard*. Se não fosse possível salvar o negócio, tentariam salvar seu próprio patrimônio — transferindo o ouro (do banco? do banqueiro? ou dos depositantes?) para cofres mais seguros.

Os agentes econômicos que conseguirem transformar os seus depósitos em *hard cash* — ou mesmo em *cash*, tendo em vista que os bancos centrais não aumentavam a quantidade de moeda ao redor das crises e mesmo que a aumentassem não seria o suficiente para atender toda a demanda — além de evitar uma perda patrimonial, podiam realizar ótimos negócios na liquidação de ativos que segue ao movimento. A perda no sistema seria absorvida pelos bancos a falir e pelos agentes que não foram atendidos.

Interessante e pouco explorada é a constatação de que a escolha entre ativos num portfólio, normalmente feita entre liquidez e rentabilidade *em crise financeira* transforma-se em liquidez *com* rentabilidade, mas não é uma escolha. O desenho institucional e as regras de regulamentação da atividade bancária determinam quem será atendido e em que condições. Existe, portanto, ingerência extrema no mecanismo de mercado, exatamente quando se torna ineficiente e ineficaz e requer a presença do Estado.

O ouro, que deve ser ativo dos depositantes e *não do banco*, é considerado ativo *bancário*, permanecendo nos cofres dos bancos melhor administrados ou dos bancos centrais. E não se trata apenas de uma constatação, mas de uma afirmação *teórica* que pode ser lida em qualquer livro-texto e em todas as obras que abordam a moeda e a política monetária. Friedman e Schwartz 1961, por exemplo, utilizam o critério de aumento das *reservas bancárias* para localizar e explicar as crises financeiras! A bem da justiça, eles seguem uma concepção geral. Os bancos, sentindo a pressão e temendo pela sua própria segurança, *devem* aumentar as *suas* reservas. Contudo, as reservas bancárias — expressas fundamentalmente em metais preciosos e papel-moeda — são uma parte dos ativos na economia. E não

qualquer parte, mas, exatamente, os ativos que, em crise financeira, ao invés de sofrer desvalorização *se valorizariam*. Por outro lado, não é fácil ver razão jurídica para se considerar a melhor parte dos ativos como propriedade dos *bancos* e não dos depositantes.

Quanto à falência de empresas não financeiras, primeiro pagam-se os direitos a terceiros, o patrimônio restante (se houver) divide-se entre os acionistas da empresa. No caso de banco, primeiro os banqueiros repassam os melhores ativos para outros cofres. Segundo, fecham-se os bancos, suspendem-se os pagamentos em espécie. Terceiro, o governo entra para determinar quanto tempo durará a suspensão, quem será responsabilizado pela ‘nova’ crise financeira e que leis deverão ser alteradas. A questão que permanece sem resposta é a *razão* jurídica para se considerar os melhores ativos *do banco* e não *dos depositantes*.

A valorização do ouro e do papel-moeda ao redor das crises financeiras diante da desvalorização dos demais permite não apenas a sobrevivência dos bancos ‘melhor-administrados’, mas a apuração de expressivos lucros e a rápida concentração de patrimônio. Num regime de moeda mercadoria, bastaria ver a performance do Banco de Inglaterra ao redor das crises. As crises financeiras, que se caracterizam por virtual aniquilamento de parte do patrimônio nacional e pela extrema concentração do patrimônio restante, eram um movimento rápido.

Atualmente, ao não haver a proteção da moeda mercadoria aos bancos, as normas são *explicitamente* políticas, mas como as vigentes na época da moeda mercadoria são cobertas de razão teórica para justificar a quebra da lei dos contratos e a implantação de normas jurídicas de exceção.

A intervenção dos bancos centrais, a fim de sustentar o capital das instituições afetadas, para organizar a venda ordenada de ativos e solucionar as dificuldades financeiras das empresas, obviamente, tem sido crucial para evitar a *manifestação* da crise financeira na forma de um pânico bancário. Entretanto, ela não reúne as condições para ser solução dos distúrbios na atividade ‘real’. Evitando-se a *manifestação* da crise, como corrida bancária, as economias líderes entram na fase descendente do ciclo econômico. No decorrer desta fase, dada a fragilidade financeira da economia, a política monetária assume extrema relevância e as autoridades monetárias vivem virtualmente no fio da navalha, ou com a espada de Dâmoques pairando sobre a cabeça, como veremos.

Aumentando a oferta monetária, vem a inflação, com alívio dos devedores, *redução* da ameaça de crise financeira e insatisfação dos credores. Reduzindo a oferta monetária, aumenta a taxa de juros, pressionando os credores, mas gerando insatisfação dos devedores e *aumentando o risco* de uma crise financeira. Não existe conhecimento confiável a respeito de toda essa dinâmica e do seu impacto sobre a atividade econômica, assim, as autoridades monetárias trabalham por tentativa e erro. A política monetária torna-se uma arte, como Hawtrey¹³ notava em 1932 no seu livro *The Art of Central Banking*. Evita-se a manifestação da crise financeira, mas a política econômica assume a feição de *stop and go*, *aumentando a incerteza e a volatilidade no sistema*.

Numa situação pior, só estão os gestores de moeda nos países periféricos que, além dos problemas dos colegas em países líderes, enfrentam: corte do crédito internacional, redução da demanda por produtos primários, redução dos preços desses produtos no mercado mundial, necessidade de ‘ajuste’ externo, deterioração significativa e crescente dos termos de troca e fuga de capital. A insatisfação interna (dos credores e dos devedores) junta-se à externa. Não bastasse isso, são taxados de incompetentes.

11.4 ECONOMIA DESAQUECIDA, PREÇO DE CAPITAL EM ALTA

Para Keynes, o aumento do preço do capital físico é característica da fase *expansiva* do ciclo. A demanda aquecida por bens de capital determinaria o aumento de seu preço relativo, resultando em redução da *emc*. Seguiria redução na taxa de investimento, nos lucros, no número de empregos e na renda. Neste ponto, Keynes é ambíguo. A economia pode seguir um caminho de equilíbrio, caracterizado pela ausência de lucro e por uma taxa baixa de investimento adicional ou, então, entrar na fase descendente do ciclo.

Seguindo o exemplo de inúmeros economistas, Keynes identifica o auge do ciclo com as condições de pleno emprego. No que tange à mão-de-obra a nossa investigação empírica confirma essa observação. De fato, os salários vistos como parte da renda nacional, ou na relação salários/produto, cresceram no Japão e nos Estados Unidos até os meados dos anos 1970. No caso da economia japonesa, o preço do capital *aumenta exatamente na fase descendente* do ciclo. Portanto, o aumento dá-se num cenário de redução das taxas de investimento (redução na demanda por capital).

Verificamos tendências *bem delineadas* de redução no volume dos lucros como parcela do produto para os Estados Unidos e no volume e na taxa de lucro na economia japonesa. Informação disponível sobre o preço do capital na contabilidade nacional japonesa nos permitiu calcular o preço ou a produtividade do capital. A tendência à queda da taxa de lucro coincide com a tendência de aumento do preço do *capital* e com a interrupção da expansão do crédito em relação ao capital próprio das empresas.

11.4.1 LUCROS DECLINANTES: CAPITAL OU TRABALHO?

Uma redução na taxa de lucro em economia evocaria imediatamente, um aumento do custo do trabalho, mas a participação do trabalho no peso do produto, nos Estados Unidos e no Japão, não variou de forma significativa desde os meados dos anos 70. O comportamento do excedente na economia norte-americana exclui a possibilidade de aumento nos salários (ver figura 8.1).

Como mostraremos, a soma de salários, ordenados e de despesas previdenciárias, que medem o custo do trabalho em produto, não se modificaram substancialmente no Japão após 1975. Elaboramos o gráfico 11.2 para demonstrar que durante o tempo em que a taxa média de lucro declinava (desde os meados de 70), o peso dos salários (o custo dos salários em produto) permanecia praticamente inalterado.

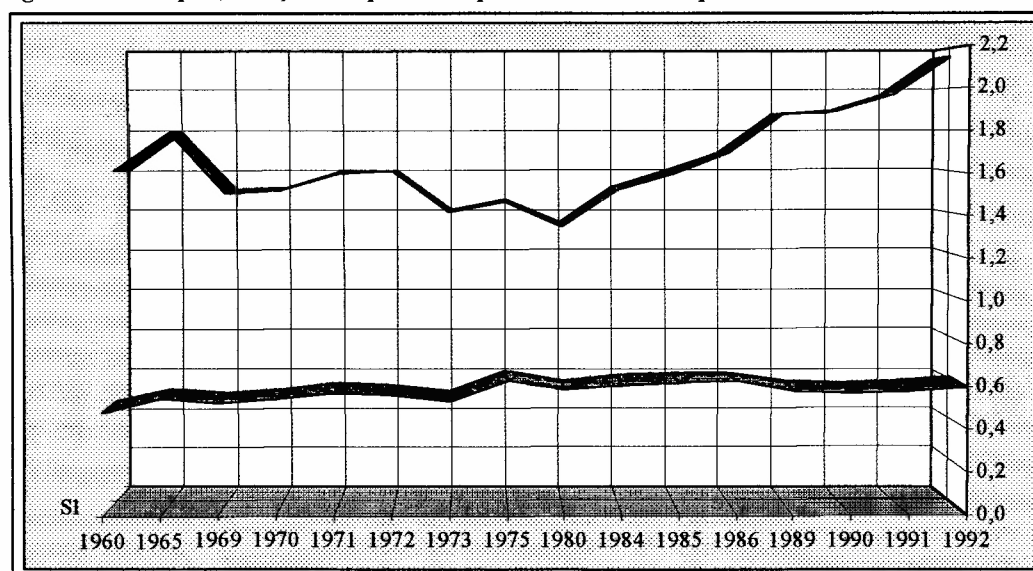
A principal dificuldade, novamente, provém da conceituação do capital. Qual seria o capital relevante para esse tipo de medida? Escolhemos o capital físico — a soma dos valores dos itens que compõem o ativo fixo das corporações no Japão. O produto é o valor adicionado, produzido por essa amostra de empresas. O período de medida é o ano fiscal japonês que se encerra em 31 de março.

Segundo os dados, a queda tendencial da taxa média de lucro, iniciada em meados dos anos 70, *não* pode ser atribuída ao preço da mão-de-obra, porque o custo relativo do trabalho — medido pela relação salários/produto — por apresentar pouca variação não permite essa dedução. Ao contrário da mão-de-obra, há pronunciado aumento do preço relativo do capital físico, que assume forma de tendência a partir de 1980. Portanto, o aumento tendencial do preço do capital físico em produto, que pode ser visto no gráfico 11.2 (ou a redução da produtividade relativa do capital), explica a redução na taxa de lucro.

Logo, a tendência à queda da eficiência marginal do capital, verificada na fase depressiva do ciclo, deve ser procurada do lado do capital. O quadro guarda semelhança notável com o prognóstico de Marx sobre o aumento da composição orgânica do capital, mas *somente* na fase descendente do ciclo. No decorrer da fase expansiva — em que há aumento do crédito ou do endividamento das empresas — nota-se um *aumento* da produtividade ou uma redução da composição orgânica do capital. E para Marx, o aumento da composição orgânica do capital seria uma tendência no longo prazo, associada ao fim do capitalismo, enquanto os fatos demonstram que a relação capital/produto sofre modificação *nos dois* sentidos. O aumento da produtividade relativa do capital acompanha a expansão do crédito e da demanda agregada.

O quadro visto nos gráficos é macroeconômico. A renda do capital, composta pela *soma* dos lucros das corporações e dos juros líquidos, é relativamente fixa, uma exceção notável quanto às crises econômicas e financeiras. Para a corrente neoclássica, o trabalho receberia conforme a sua produtividade marginal uma parte relativamente estável da renda nacional, assim como o capital.

Figura 11.2 Japão, relações: capital fixo/produto e trabalho/produto



— capital fixo/produto; — trabalho/produto

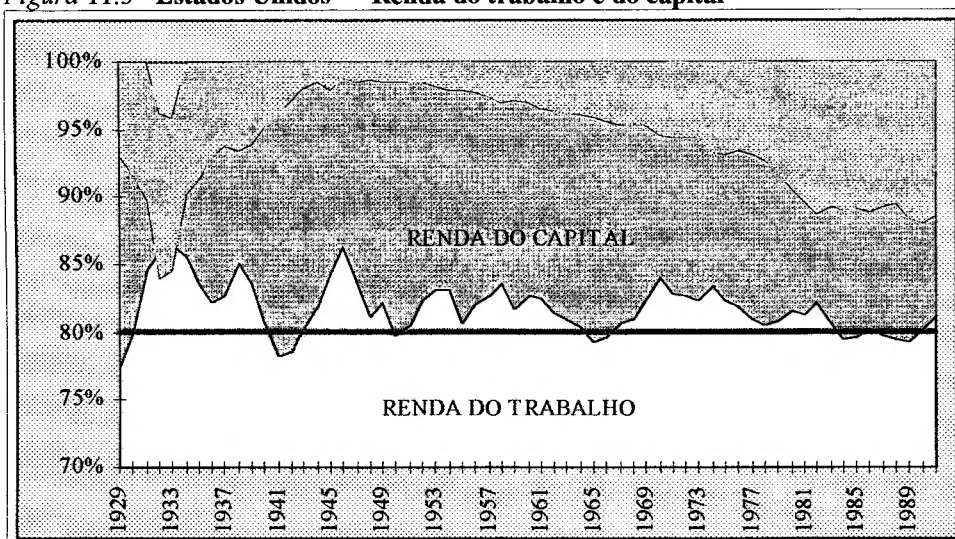
Fonte: Japan Statistical Yearbook, Vários números

De acordo com a análise econômica dos clássicos, focada no excedente — parte do produto social que excede o necessário para a reprodução simples do sistema —, ele se mostraria relativamente fixo, como se pode verificar nas figuras 11.5 e na 8.6, referentes à economia japonesa e norte-americana, respectivamente. Entretanto, a visão do lado das empresas divergiria fundamentalmente da anterior. Há aumento nos custos do trabalho que podem ser responsabilizados, *com propriedade*, pela redução dos lucros ou da taxa de lucro.

As quatro figuras na sequência são gráficos de área de 100%, isto é, os seus componentes somariam um. A soma dos juros, lucros e a remuneração do trabalho expressa a renda das corporações (nos Estados Unidos desde 1982 corresponde a 92% da renda nacional). Os valores referem-se a preços correntes. Remuneração do trabalho envolve salários, ordenados e despesas com previdência das empresas. Os lucros considerados são antes de pagamento de impostos. As contabilidades nacionais das duas economias utilizam conceito diferente de juros.

A figura 11.3, na qual constam a renda do capital (composta por juros líquidos e lucros antes de pagamento de impostos) e a remuneração do trabalho, mostra uma visão macroeconômica e a figura 11.4, a microeconômica.

Figura 11.3 Estados Unidos — Renda do trabalho e do capital

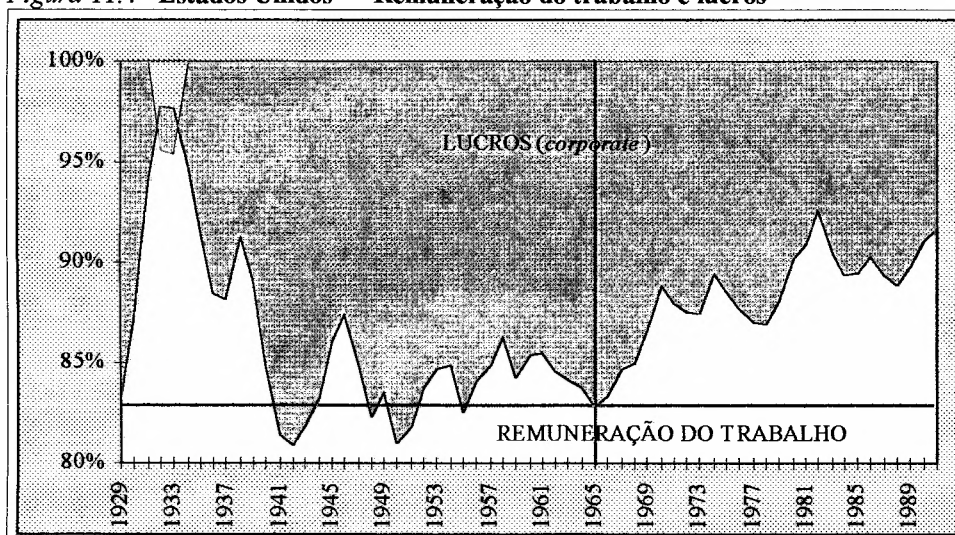


— Renda do trabalho, — renda do capital (lucros 'corporate' e juros líquidos)

Fonte: BEA, *National Income and Product Account of the United States: 1929-1988, 1989-91 - Survey of Current Business*, BEA, July, 1992. Table 1.14 — National Income by Type of Income.

Nos Estados Unidos, a parcela do produto que cabe ao capital não variou sensivelmente desde o fim da Segunda Guerra Mundial. De 1964 até 91, a remuneração relativa do capital foi ligeiramente superior àquela verificada nos vinte anos anteriores (1944-63). Logicamente segue: não há redução na remuneração do capital, portanto, o trabalho não pode ser responsabilizado pela queda tendencial dos lucros. Como demonstra a figura 11.4, a visão a microeconômica é frontalmente diferente da anterior.

Figura 11.4 Estados Unidos — Remuneração do trabalho e lucros

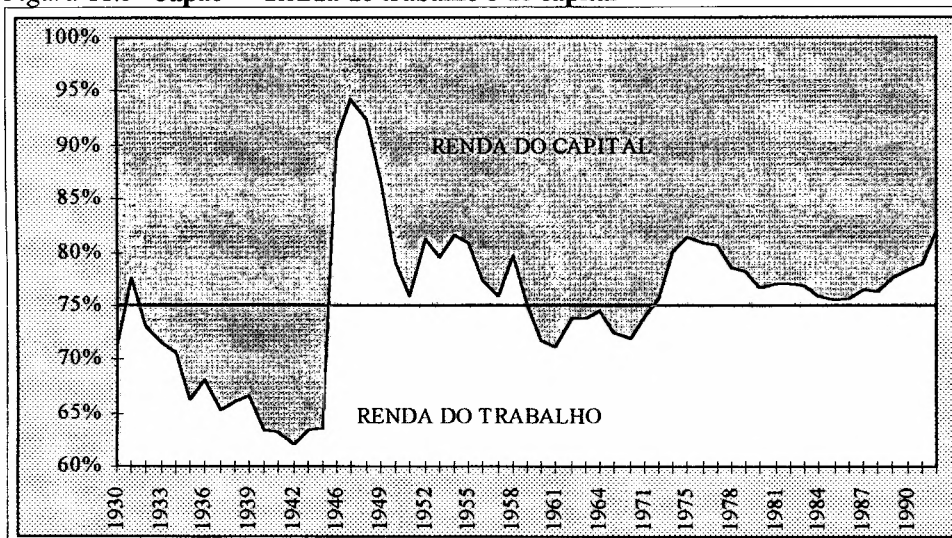


— Remuneração do trabalho, — Lucros brutos (após juros e antes de impostos); — ênfase

Fonte: BEA, *National Income and Product Account of the United States: 1929-1988, 1989-91 - Survey of Current Business*, BEA, July, 1992. Table 1.14 — National Income by Type of Income.¹⁴

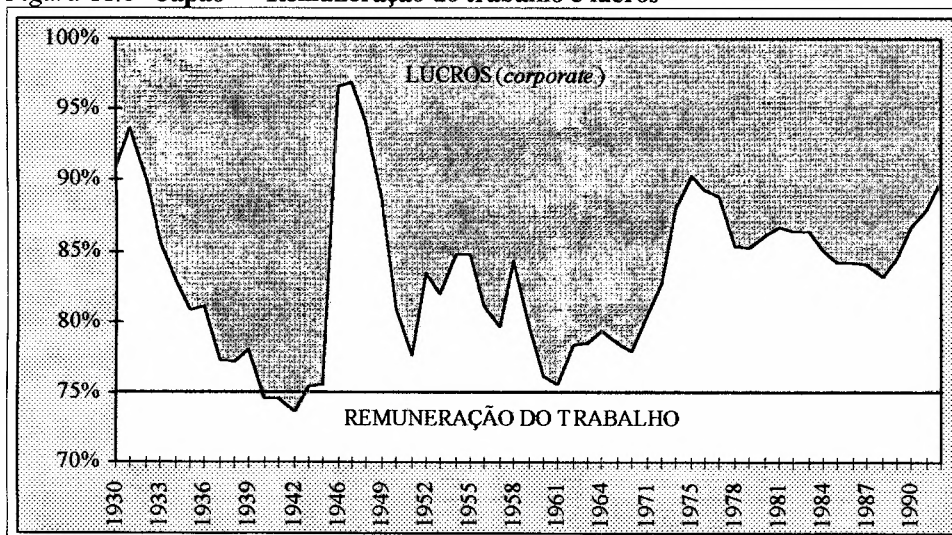
Do lado das empresas, nota-se um nítido aumento dos custos do trabalho que pressionam os lucros.

Figura 11.5 Japão — Renda do trabalho e do capital



Fonte: Japan Statistical Yearbook. Vários números.

Figura 11.6 Japão — Remuneração do trabalho e lucros



Fonte: Japan Statistical Yearbook. Vários números.

Ao redor dos anos 30 no Japão e nos Estados Unidos e ao redor da crise financeira de 1946 no Japão observa-se a maior participação do trabalho na renda e, obviamente, a menor participação do capital. O comportamento da renda do capital na economia japonesa de 1931 a 1945 permite deduzir que, durante uma política de conquista territorial, o excedente pode aumentar (mas deve-se considerar o déficit público que resultou na crise financeira de 1946).

Excluindo-se as crises, já que as participações relativas do capital e do trabalho não se alteram significativamente nos Estados Unidos, pode-se deduzir que ganhos de eficiência foram equitativamente distribuídos entre o capital e o trabalho e que a produtividade marginal do capital é relativamente estável, exceto ao redor das crises.

A visão microeconômica contraria a anterior, pois se torna evidente que a produtividade marginal do capital físico é variável, crescente na fase ascendente do ciclo e decrescente na fase de declínio. Mas, é difícil atribuir esse movimento diretamente à modificação dos custos do trabalho. Como veremos, os custos do trabalho continuam invariáveis em termos de produto. Ao redor das crises econômicas e

financeiras, a falta de lucro transforma a remuneração do trabalho no único custo das empresas. Nesse momento, a renda total das corporações será constituída apenas pelo custo do trabalho. Os salários terão a capacidade de estrangular os lucros, com um comportamento anticíclico — aumentando na fase depressiva dos ciclos e reduzindo-se na fase expansiva. O estrangulamento dos lucros justificaria a procura do capital por espaços econômicos nos quais o custo do trabalho é menor.

Diante da evidência, será mais fácil deduzir que os juros, funcionando como tributo sobre os lucros, teriam de algum modo levado os lucros do capitalista de roldão, tal como Schumpeter afirmava.

A análise detalhada desses quadros e de todas as implicações exigiria outra tese e levantaria a polêmica em relação aos modelos de salário e de barganha salarial. A importância deste achado no plano do nosso trabalho é bem mais restrita. Eles reforçam a observação de que a queda tendencial da taxa de lucro não se deve ao aumento do custo do trabalho, mas a fatores relacionados ao capital. *Subsidiariamente* poder-se-á deduzir que os salários, por não se reduzirem na medida do impacto dos juros sobre os lucros, são inflexíveis para baixo (a não ser em tempos específicos como os de conflitos bélicos).

11.4.2 O CICLO ECONÔMICO E O PREÇO DO CAPITAL

O único ciclo nítido na nossa pesquisa, que atende a todos os atributos de um ciclo: tais como expansão e relativa contração da atividade econômica, dos lucros, da eficiência marginal de capital, da acumulação de capital e/ou das taxas de investimento, terá que ser o ciclo longo, que denominamos de ciclo.

Nos gráficos, as fases ascendente e descendente do ciclo podem ser identificadas pelo comportamento do preço do capital, pela taxa de lucro e pelo comportamento dos juros e dos salários. Como demonstram os dados referentes à economia japonesa, o capital se torna mais barato em relação ao produto nas fases expansivas do ciclo e as condições para uma crise se desenvolvem paulatinamente no cenário de um aumento tendencial do preço relativo do capital (mas a um prazo relativamente curto). As reduções na taxa de lucro e na de investimento, evidentemente, acompanham esse movimento.¹⁵

Logicamente, o preço do capital nas suas duas formas (físico e de empréstimo) deveria aumentar com a pressão da demanda na parte expansiva do ciclo. Se a produtividade do capital físico fosse estável por produto (progresso técnico neutro), na medida em que exista *expansão* do capital de empréstimos, o custo total do capital na economia deveria aumentar e a produtividade (lucro, rentabilidade) do capital físico deveria diminuir, ainda, no decorrer da fase *expansiva* do ciclo.

Entretanto, os quadros que encontramos divergem frontalmente desta lógica. Como veremos na sequência, não há aumento no preço do capital na fase ascendente do ciclo, apesar do aumento da participação dos juros, mas há aumento do preço do capital por produto na fase *descendente*. Ela coincide com a interrupção do *aumento* do endividamento, portanto, com a interrupção da *expansão* do crédito em relação ao patrimônio líquido das empresas.

O gráfico a seguir mostra a evolução das relações: produto/ativo fixo tangível e produto/ativo fixo total. O produto é a soma do valor adicionado pelas empresas no conceito *corporate*; o ativo fixo tangível é a soma dos valores dos itens: máquinas, equipamentos e construção fabril. Ativo fixo total: ativo fixo tangível, mais o valor da terra na qual se encontra a empresa, os investimentos em curso e o intangível cujo valor é muito baixo na contabilidade japonesa.

A produtividade do capital reproduzível — máquinas e equipamentos ou o seu preço por produto, dado pela relação produto/ativo fixo tangível — inicia o rumo à queda tendencial em 1973, bem antes, portanto, da queda tendencial da produtividade do ativo fixo total. A produtividade média do capital no Japão, dada pela relação produto/capital, apresenta nítida tendência decrescente a partir de 1980.

Figura 11.7 Relações produto/capital na economia japonesa



— valor adicionado/ativo fixo tangível; — valor adicionado/ativo fixo total

Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966, e Japan Statistical Yearbook. Vários números.

De 1973 até 1992, o preço do capital fixo tangível em produto praticamente dobrou ou a produtividade deste capital *reprodutível* caiu pela metade e não é fácil encontrar explicação teórica para esse fenômeno. A hipótese mais verossímil (mas muito difícil, tendo em vista a magnitude e a forma do aumento), do ponto de vista teórico, seria atribuir a diferença ao padrão de competição do setor de bens de capital, sempre monopolista.

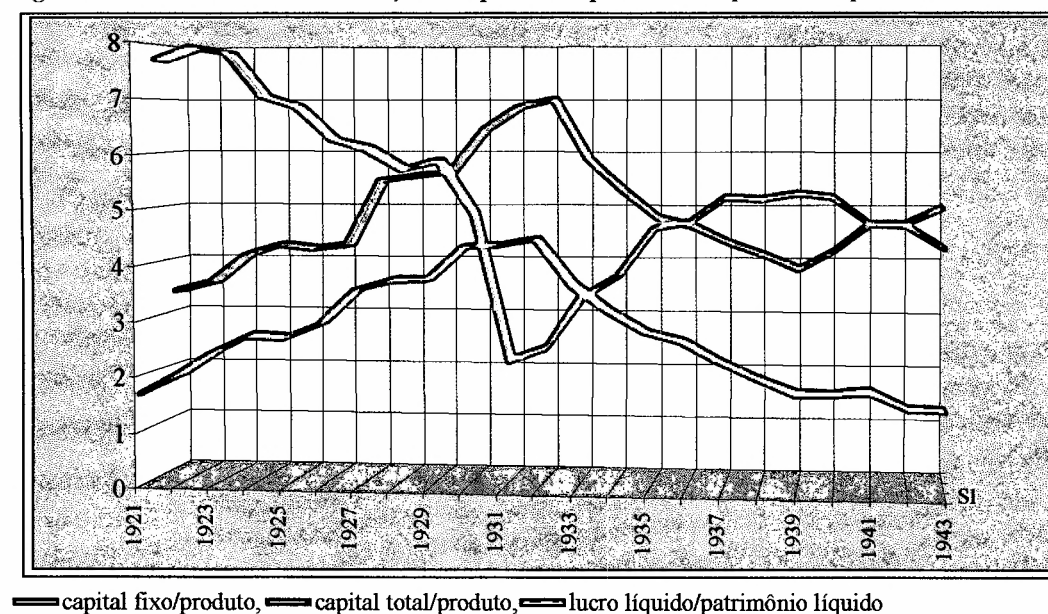
O preço da terra que faz parte do parque fabril, contabilizada no ativo fixo das empresas japonesas na amostra, no período 1960-92, cresceu cinco vezes em relação ao produto das empresas. A relação terra/produto de 0,10 em 1960 subiu para 0,50 em 1992. Este dado, à primeira vista, parece desprovido de significado econômico, entretanto, considerando-se eventual expansão das unidades fabris e a conseqüente necessidade de arcar com esse custo, o fato não pode ser desprezado, pois haverá necessidade de se imobilizar *maior* valor para uma mesma planta produtiva. Evidentemente, deve ser mais um fator que contribui para a redução do investimento e do lucro. No caso deste item, podemos apontar a especulação com terra no Japão.

Os dados nos permitem afirmar que, na economia japonesa, existe redução substancial na produtividade do capital na fase descendente do ciclo. O que significa queda *tendencial* na eficiência marginal do capital, aumento *tendencial* na composição orgânica do capital e queda tendencial na taxa média de lucro.

Obviamente, deve-se esperar queda cumulativa na taxa de investimento agregado. Sob o peso das dívidas (cujo volume pára de crescer, mas não decresce sensivelmente em relação ao capital próprio das empresas) e da queda de taxa média de lucro, a economia tornar-se-á cada vez mais frágil, sujeita a crises financeiras. Choques adversos de demanda ou de oferta, ao transformarem com maior facilidade lucros em prejuízos, terão a capacidade de provocar o desenlace de uma crise financeira, o que leva a considerar uma crescente demanda por socorro financeiro.

As autoridades monetárias podem e devem reduzir a taxa de juros, mas modificações freqüentes neste parâmetro básico da economia levam a aumento da volatilidade e a incerteza — quanto à (des)valorização relativa dos patrimônios —, mesmo sem que se leve em conta a ameaça de inflação e outros inconvenientes relativos à credibilidade. E, ademais, há limites à redução da taxa de juros. Enfatizaremos: na fase descendente do ciclo, a queda da taxa de lucro e a do investimento irá liderar o movimento em direção à crise.

Figura 11.8 Taxa de lucro e relações: capital fixo/produto e capital total/produto



Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966.¹⁶

O comportamento da produtividade do capital e da taxa de lucro no período que antecede a depressão de 1930 revela um acentuado aumento no preço relativo do capital, semelhante àquele verificado de 1980 até 1992. Semelhante, porém, muito mais violento e nítido. O gráfico 11.8 permite a visualização do aumento do preço do capital em produto e a concomitante redução na taxa de lucro.

Os dados que originaram o gráfico são baseados em informação disponível. Envolvem, assim, duas amostras de empresas. De 1921 a 30, referem-se às empresas principais (*Principal Industries*) — às melhores ou às empresas economicamente mais eficientes, a partir de então, envolvem um universo maior de firmas. As 'empresas principais' foram menos afetadas pela Depressão de 30, pois apuraram *lucros* líquidos, quando as contas nacionais do Japão reportam prejuízo no agregado. Apesar da inconsistência das amostras, que pode resultar num quadro *melhor* do que à média para 1921-30, o comportamento das variáveis parece consistente. O custo do capital em relação ao produto, mesmo das melhores empresas japonesas, aumenta até 1931, quando a tendência subjacente sofre brusca inversão.

Como pode ser observado na figura 11.8, de 1921 a 31 o preço do capital em produto mais do que dobrou e a taxa de lucro reduziu-se, em 1931, para um terço daquela obtida em 1921. A relação capital/produto é um cociente que pode aumentar com o aumento do numerador (capital) ou com a redução do denominador (produto). Dado o mesmo estoque de capital, se houver redução no produto, a razão apontará aumento no preço do capital. Houve redução nominal do produto em 1927, 1930 e em 1932, em relação a anos anteriores. Os impactos da deflação constam no trabalho.

A nossa intenção é mostrar as tendências gerais do comportamento do preço do capital na economia japonesa, que é semelhante àquela observável a partir dos anos 1980. Para esses últimos anos, é notório que não houve deflação nem redução nominal do produto.

Pode-se verificar o aumento do preço do capital por produto e a concomitante redução nos lucros. Essa tendência sofre inversão a partir 1931 que foi um ano notável no Japão pela brusca guinada da política econômica. Naquele ano foi dado o início à política de expansão territorial, que contemplou o aumento da demanda agregada ou, então, o começo do que Minsky denomina de sustentação dos lucros através de déficit fiscal (há, ainda, autores que a denominam de keynesianismo militar).

ANO	KT/Y	KF/Y	LI/PI
1921	3,21	1,67	7,72
1931	6,83	4,36	2,21

Y = produto (valor adicionado); KT = capital total; KF = capital físico; LI = lucro líquido; PI = patrimônio líquido

Apresentar teorias sobre este quadro extrapola os propósitos do presente trabalho. A nossa intenção é destacar os elementos que constituem as condições para a eclosão de uma crise financeira e a redução do lucro é uma delas.

Na parte descendente do ciclo, a queda da eficiência marginal *média* do capital pode ser compensada pelo desempenho particular das empresas. Se a demanda total por dado produto é relativamente fixa e até declinante, uma empresa pode aumentar a *sua* demanda e *seus* lucros. Para isso, pode: (1) reduzir o número de concorrentes no mercado, (2) ganhar participação no mercado externo, (3) introduzir novos produtos que possam substituir com vantagem os produtos existentes, (4) criar diferencial de venda que torne seu(s) produto(s) mais atrativos, e (5) todas as variantes de aumento de participação de mercado que podem ser encontradas em qualquer livro-texto de marketing.

A redução tendencial na eficiência marginal *média* do capital na fase descendente do ciclo, sugere que os lucros de uma empresa podem aumentar somente na base dos prejuízos de outra. Assim, a mudança *estrutural* no ambiente econômico e no comportamento dos lucros delimita a modificação do padrão de competição entre as empresas.

Na fase ascendente do ciclo — que na nossa investigação empírica encontra o seu final no início do movimento ascendente do preço relativo de capital — predomina a ‘competição perfeita’. Com a redução na taxa de expansão do crédito (e aumento do endividamento das empresas) e na do lucro (ou *emc*), a ‘competição perfeita’ é paulatinamente substituída por competição monopolística. Esse movimento se intensifica na medida do decréscimo dos lucros.¹⁷ Durante a fase descendente do ciclo, o ganho de participação no mercado se torna predominante para o aumento da receita e dos lucros, mas exige vantagem comparativa (tecnologia ou processos de produção que poupem capital, tais como *just-in-time*), e as empresas que a possuem encontram-se mais aptas para sobreviver.

A redução do *volume* dos lucros em relação ao produto (ver figura 8.4) e das *margens* de lucro, ao ameaçar a sobrevivência das empresas, torna imperativa a redução dos custos. Já que as empresas não podem reduzir os preços de oferta do capital, seja ele físico ou de empréstimo, a redução do custo de mão-de-obra sobressai como principal item, cuja redução pode melhorar a rentabilidade.

Mão-de-obra qualificada — capaz de melhorar os processos de produção e de distribuição — com a crescente demanda torna-se escassa, podendo exigir (e receber) aumento relativo na remuneração. A redução dos custos de mão-de-obra não especializada, diante do aumento na remuneração da mão-de-obra especializada, pode resultar em manutenção dos custos totais de mão-de-obra na economia.

Se a massa salarial permanecer inalterada, não haverá *redução* da demanda agregada (a não ser aquela decorrente da paulatina redução nas taxas de investimento), mas não haverá, também, redução dos custos totais de mão-de-obra. Haverá modificação mais rápida da cesta de consumo — ou das preferências, que poderão beneficiar certos setores em detrimento de outros, aumentando a incerteza no sistema — e um paulatino aumento das taxas de desemprego para a mão-de-obra não especializada.

Como o volume e a taxa de lucro continuam decrescendo, torna-se cada vez mais difícil reduzir os custos e parte das empresas começa a apresentar rentabilidade extremamente baixa ou até negativa. Estas empresas param de investir, o que reduz mais fortemente a sua capacidade competitiva, transformando-as mais rapidamente em candidatas à absorção. As empresas em dificuldades de obter lucro recebem crédito com um custo mais alto (e *spread* mais alto, porque efetivamente apresentam maior risco), o que implica em aumento do custo do capital de empréstimo. Muitas empresas nessa situação aumentam o risco de falências e o da crise financeira.

O declínio dos lucros, das taxas de investimento e da criação de postos de trabalho adicionais é acompanhado por um, cada vez mais acirrado, processo de fusões, aquisições e tomadas de capital, de modo que: “a competição transforma-se de um jogo de soma positiva num jogo de soma zero (ou até de soma negativa). Converte-se numa competição selvagem, cujo objetivo primário é tirar as outras organizações de atividade, nem que isso signifique sacrificar os próprios lucros pelo tempo que for necessário para atingir este objetivo”.¹⁸

Sacrificar os lucros, num ambiente de incerteza e turbulência, torna-se perigoso, porque a empresa pode não conseguir o que almeja. Dada a proximidade entre as taxas de lucro e a de juros e o grande endividamento das empresas, um choque econômico, que na parte expansiva do ciclo não provocaria maiores efeitos, terá capacidade de transformar lucros em prejuízos, aumentando as inadimplências e a necessidade de intervenção no mercado financeiro.

O próprio ambiente econômico adverso (redução constante das taxas médias de lucro, estagnação ou mesmo redução na demanda agregada, aumento das taxas de juros — todos os atributos de fragilidade financeira) — é propício a erros, avaliados em retrospectiva como erros de administração e da concessão de crédito. Os erros multiplicar-se-ão na medida do aumento da turbulência ou *incerteza*. Estas observações podem ser a base do inexplicável aumento de erros que precede as crises financeiras, tanto de fato quanto na abordagem monetarista do evento. A crescente incerteza deve resultar em aumento dos custos de agenciamento (relacionados ao processo de concessão de crédito). O restante do raciocínio pode seguir a abordagem da informação assimétrica, presente no trabalho.

Ao lado dos aspectos altamente negativos no geral, este é um ambiente que proporciona as condições para ótimos negócios, só que para uma parcela dos agentes econômicos (em franca redução) — os mais espertos e os mais capazes, como Keynes os denominou. Levantar fundos para absorção (compra ou tomada de capital) de empresas do mesmo ramo ou de outros, a preços de liquidação que aparecem com frequência cada vez maior, tornam crucial o acesso ao mercado financeiro. O acesso e o custo parcial dos fundos (dado pelo *spread*) dependem da avaliação da empresa. Obviamente, empresas com maior porte, maior parcela de mercado e melhor desempenho, por apresentarem menor risco para os bancos, serão beneficiadas.

O processo que acompanha a queda gradual *média* da eficiência marginal do capital na parte descendente do ciclo é um processo de concentração de capital. Quando a consolidação das fusões, das aquisições e as tomadas de capital estiverem em fase adiantada, pode haver redução nos custos totais de administração e distribuição. Mas, num período de queda nas taxas de investimento, a redução da massa salarial implica em redução da demanda agregada o que deprime mais, ainda, o investimento. E além disso, cada ousadia, embora necessária à sobrevivência, pode facilmente tornar um provável maior lucro *futuro* em prejuízo atual.

A redução da criação de postos adicionais de trabalho e o relativo decréscimo na quantidade de postos de decisão minam os incentivos gerais à produção. O maior incentivo, em relação à força de trabalho é, certamente, a possibilidade de ascensão profissional. Sentindo-se ameaçada, a mão-de-obra empregada pode contrair os gastos e a demanda agregada. A poupança não se transformará automaticamente em investimento e, isso, Keynes já demonstrou teoricamente.

Redução no volume dos lucros leva os empresários reivindicarem menor carga tributária e incentivos governamentais à produção. Aumentam as diversas formas de isenção fiscal, concedida pelo governo (ao lado da pura sonegação de impostos). O governo, enfraquecido pela crescente necessidade de apoio ao empresariado e pelos índices de desemprego, não consegue cobrar os impostos de empresas em condições adversas — o que abre precedente para maior sonegação.

A arrecadação de impostos pode diminuir, mas a demanda social aumenta, pressionando o orçamento governamental *dos dois lados*: da receita e do gasto. Se o governo, incorrendo em déficit fiscal, puder manter a situação aceitável para empresários e para a massa de trabalhadores, o limite do seu endividamento é dado pela sua própria capacidade de financiamento, interna e externa. O endividamento relativo ao produto nacional dependerá de cada situação. A maioria dos governos está atolada em dívidas que, em muitos casos, beiram o impagável e, nesta condição, são o pivô das crises financeiras vividas em vários países periféricos nos últimos vinte anos. Essas dívidas, entretanto, foram contraídas num cenário de dificuldades na acumulação do capital nos países líderes.

No decorrer da fase depressiva deste ciclo, provavelmente a demanda governamental sustenta os lucros (ou suportaria os prejuízos) da atividade privada, afastando a crise financeira. Minsky, 1982, apresenta um esquema explicativo formal. Entretanto, o incentivo do capitalismo para o capital — dado pelo crescimento da acumulação de capital — já está em declínio acentuado. A entrada de novas empresas

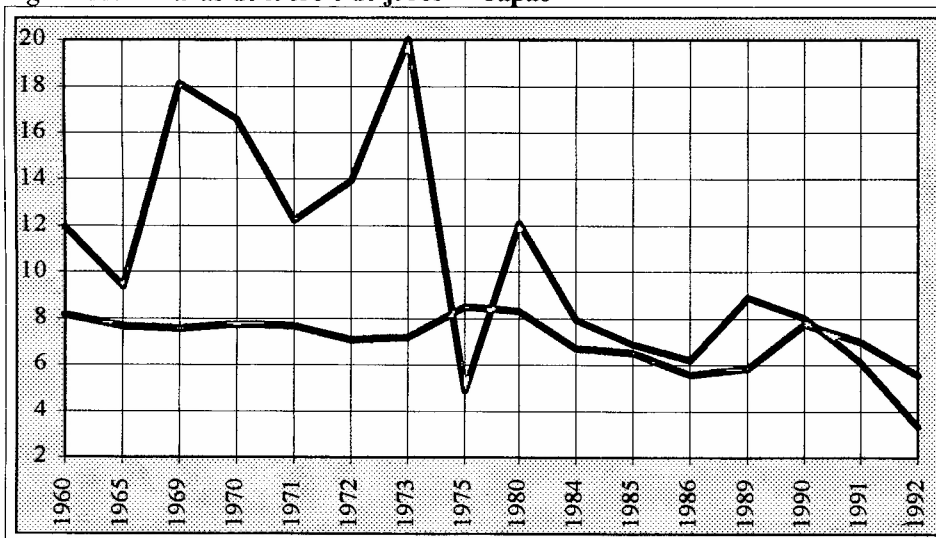
no mercado encontra-se barrada no limiar da *incapacidade* das existentes de obterem rentabilidade razoável, o que corrói a sustentação dos empresários aos governos.

Toda essa dinâmica perversa deteriora a credibilidade nas instituições que, diante do alucinante aumento do ritmo das mudanças no ambiente e das demandas sociais, parecem inadequadas. As externalidades (dadas pela remoção dos incentivos à produção e pelo aumento da demanda social) geradas na fase descendente do ciclo, minam as bases de sustentação de todos os regimes políticos. Pressionados — pelo capital (que exige melhora nas condições da acumulação), pelo trabalho (demanda social e de criação de novos empregos) e pela redução no orçamento (redução das receitas, aumento das despesas entre as quais os juros sobre as dívidas assumem importância crucial) — os governos parecem, cada vez menos, competentes. Diminuem a eficiência e o alcance das medidas de economia política.

Nos países líderes, que praticam uma política econômica independente, as autoridades monetárias podem reduzir as taxas de juros (e a reduzem). Mesmo que o façam, por *deliberação política* (não é pela capacidade de auto-ajuste do mercado) e atendendo os conselhos de Keynes, essa redução tem capacidade de evitar a crise financeira, mas não pode devolver a economia às condições de um crescimento auto-sustentado. E tememos que ela possa durar até que taxa de lucro caia próxima a um nível insatisfatório que não justificaria o risco do investimento. Segundo Keynes, nesse momento a política monetária, *mesmo em países líderes*, tornar-se-á ineficaz, porque: “O colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão completo que nenhuma redução possível da taxa de juros baste para o contrabalançar. {...} Este é o aspecto da depressão que os banqueiros e os homens de negócios insistem, com razão em enfatizar, e que os economistas cientes na eficácia de um remédio ‘puramente monetário’ não lhe dispensaram a atenção que merece”.¹⁹

A fim de exemplificar, apresentamos o quadro 11.9 no qual, antes de tudo, é fácil ver a enorme diferença entre as taxas médias de juros e a de lucro na fase ascendente do ciclo. 1975 foi um ano notável pelo fim da guerra norte-americana no Vietnã e, provavelmente, por reduzir abruptamente a demanda agregada japonesa e a taxa *média* de lucro das corporações. Naquele ano a taxa média de juros no Japão ultrapassava a taxa de lucro e a participação dos juros no produto ultrapassava a dos lucros. A situação pode ser atribuída fundamentalmente à queda na taxa de lucro e *subsidiariamente* ao aumento na taxa de juros. Foi o ano de maior índice de inadimplências no pós guerra e o ano que marcou o fim da expansão do crédito em relação ao capital (ou em relação ao patrimônio líquido das corporações). Marcou, também, o fim do caminho de expansão na economia japonesa e o início da fase depressiva do ciclo.

Figura 11.9 Taxas de lucro e de juros — Japão



— Lucro líquido/Patrimônio líquido; — taxa média de juros

Fonte: Japan Statistical Yearbook, One Hundred Year Statistics of the Japanese Economy, 1966 e Japan Statistical Yearbook. Vários números.

O colapso da eficiência marginal do capital (idealizado na figura 11.1) pode ser visto na figura 11.9. A taxa média de lucro na economia japonesa de 20% em 1973 passou para 6% em 1975. Apesar da crise do petróleo, não estamos dispostos a relacionar a queda da taxa de lucro ao aumento dos preços desta matéria-prima, porque, depois de 1975, verifica-se que a taxa de lucro não voltou a subir mesmo com a redução do preço do óleo. A partir desse período apresentou um novo patamar, sensivelmente inferior àquele que caracteriza o período 1947-75 e uma tendência de queda. A dívida das corporações não foi significativamente reduzida (ver figura 9.8). A presença de dívida substancial e a proximidade entre as taxas de lucro e a de juros mostram a fragilidade financeira da economia japonesa após 1975.

Dada a proximidade entre as taxas médias de lucros e de juros, os choques adversos apresentarão capacidade crescente de transformar os lucros em prejuízos e exigir a intervenção governamental no mercado financeiro. Mesmo que as autoridades monetárias aumentem a oferta monetária, reduzindo a taxa de juros e o peso das dívidas sobre a renda operacional das empresas, a queda da taxa de lucro liderará o desenrolar dos acontecimentos em direção à crise.

Acreditando em Keynes, podemos esperar o 'colapso completo da eficiência marginal do capital, quando nenhuma redução possível da taxa de juros basta para o contrabalançar'. Nesse momento, a política monetária, num país desenvolvido e independente, se torna ineficiente e ineficaz. E se não houver uma crise financeira, a sua economia experimentará a depressão.

Capítulo 11

¹ E se a satisfação na troca residir na percepção de que se levou o melhor?

² Walras, Léon (1874) *Compêndios dos Elementos de Economia Política Pura*. São Paulo: Abril Cultural, 1983, p. 96, (grifo nosso).

³ Veja Morishima M., (1989).

⁴ Exceto a moeda-manual e as reservas bancárias, que não constituem parcela relevante do total dos meios de pagamento nas economias desenvolvidas.

⁵ Excluimos o crédito entre as próprias empresas.

⁶ Em primeiro lugar, a lógica interna do modelo monetarista não permite aumento da moeda em relação ao produto. Na forma mais simples a equação monetarista $MV = PQ$ (onde M é o volume de moeda em circulação, V a velocidade de circulação da moeda, P o nível geral de preços e Q o produto ou a quantidade transacionada) afirmaria que um aumento na oferta monetária desencadearia inflação. Com V estável (hipótese básica para que a equação não se transforme num truismo), um aumento em M deve desembocar em inflação (a curto ou a longo prazo) e a inflação não permitiria um aumento *real* da moeda (aumento de M em relação ao Q). Em segundo lugar, ao se acrescentar, por exemplo, o volume de depósitos bancários à vista M' e a sua velocidade de circulação (ou de circulação) V', a fórmula se transforma em: $P = \frac{MV + M'V'}{Q}$.

De novo o aumento da oferta monetária (em M ou em M' com V e V' estáveis) deverá desencadear aumento no nível geral dos preços. Ou seja, o acréscimo na oferta monetária, ao explicar a inflação, não conseguirá explicar o aumento no estoque *real* de moeda. Assim, a rigor, não haveria lógica num argumento de 'excessivo' aumento da moeda (crédito ou endividamento). E não seria importante verificar quem foi o responsável pelo excesso de moeda, pois o excesso, que está na origem da crise financeira, seria simplesmente impossível — quando muito poderá levar apenas a um aumento no nível geral dos preços. Obviamente, os monetaristas lançam mão de uma variação excessiva da velocidade de circulação da moeda (V), mas deveriam explicar a razão da sua variação. E, por outro lado, se a oferta monetária básica resultar em diferentes proporções de Base Monetária/Crédito (ou $M_1/M_2, \dots, M_n$) deverá ser fornecida uma explicação para tal fato.

⁷ Enquanto observações: (1) estamos abordando apenas parte do crédito: o crédito indireto ou aquele concedido pelos bancos; (2) o 'excesso' de moeda de crédito ou de alavancagem das empresas nas abordagens dos autores acima citados refere-se à eclosão da crise. A medida para o excesso sempre foi a eclosão de uma crise financeira.

⁸ Bresser Pereira, Luiz Carlos (1986) *Lucro, Acumulação e Crise, A Tendência Declinante da Taxa de Lucro Reexaminada*. São Paulo: Brasiliense, 1986, p. 49.

⁹ Keynes (1936), *op. cit.*, p. 101.

¹⁰ Veja Chick, Victoria (1993). *Macroeconomia Após Keynes*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, (primeira edição em inglês, 1983), p. 131.

¹¹ Keynes (1936), *op. cit.*, p. 103.

¹² Idem, p. 222.

¹³ Hawtrey, Ralph (1932) *The Art of Central Banking*. New York: Augustus M. Kelley, 1965, (Primeira edição em inglês, 1932).

-
- ¹⁴ As duas figuras 11.2 e 11.3 são gráficos de área de 100%. Para elaborar a 11.2, colocamos os valores dos lucros brutos (depois de pagamento de juros e antes de impostos), os juros líquidos e a remuneração do trabalho (salários, ordenados, e despesas previdenciárias). Para completar a Renda Nacional dos Estados Unidos faltam, ainda, os valores da Renda da Propriedade e Renda dos Proprietários. A participação conjunta dos últimos dois itens na renda norte-americana, deste 1982, perfaz algo ao redor de 8%. Portanto, 92% da renda nacional norte-americana, desde 1982, são compostas pelos três itens que estamos considerando. Os gráficos foram elaborados *como se* a renda consistisse nos itens neles relatados, isto é, desprezando-se o resto.
- ¹⁵ A nossa intenção não é examinar extensivamente a teoria marxista, nem de colocar em discussão as contratendências do aumento na composição orgânica do capital.
- ¹⁶ O conceito de lucro utilizado para elaboração do gráfico é o somatório do lucro líquido das empresas da amostra, e a taxa de rentabilidade é dada pela razão Lucro Líquido/Patrimônio Líquido. Capital Total engloba capital próprio e de terceiros, é o somatório dos ativos das empresas. Capital Físico é o ativo fixo, ativo fixo composto basicamente de máquinas, equipamentos, terreno da empresa e a construção fabril, investimentos em curso e estoques.
- ¹⁷ Este é um fato histórico presente em todos os livros, por isso não o discutiremos. E, por outro lado, ele consta neste trabalho na parte que analisa a economia japonesa entre 1930 e 45 e no capítulo 8, referente à economia norte-americana.
- ¹⁸ Arrighi, Giovanni (1994). *O Longo Século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996, p. 233.
- ¹⁹ Keynes (1936), *op. cit.*, p. 219.

Conclusão

Três objetivos nortearam este projeto. Partimos de um panorama das discussões acadêmicas em torno da crise financeira. Para nossa surpresa, observamos que há escassos livros estritamente direcionados ao tema, muito embora haja uma infinidade de artigos que exploram um ou dois aspectos, de maneira geral. Quanto aos livros, acrescentamos que, via de regra, prendem-se a descrições de conjuntura antes e depois do fenômeno. Nesse quadro, eles elencam quais empresas e bancos faliram, quedas das bolsas de valores, banqueiros que perderam seus negócios, depositantes que correram até o banco e não conseguiram recuperar seu dinheiro... Com isso fornecem elementos que, a nosso ver, são insuficientes para analisar, em detalhe, uma crise financeira. Os artigos, por sua vez, trazem modelos limitados a uma variável, com sorte, algumas, que tentam explicar a causa *imediata* da crise financeira sem averiguar o contexto em que esses fatores foram gerados.

Nosso segundo objetivo era determinar as prováveis condições para a manifestação de uma crise financeira, que estão atreladas às condições gerais da economia. Nesse aspecto, desprezamos o “gatilho decisivo” justamente porque é um fator limitante, quando o que procuramos é a dinâmica do fenômeno que comporta movimentos contraditórios.

O que une as crises financeiras às econômicas e o sentido dessa relação foram nosso terceiro objetivo. Ao longo da pesquisa, descobrimos que a crise financeira é o conteúdo latente da econômica. Podem ocorrer crises econômicas sem que haja uma financeira, mas a recíproca não é verdadeira. O exemplo maior é a Depressão de 1930, na qual parte das economias desenvolvidas passou por fenômenos caracterizados como crise financeira, enquanto a outra não passou.

As três visões da crise financeira — monetarista, assimetria de informação e hipótese da instabilidade financeira —, em nosso entender, complementam-se. A maior contribuição dos monetaristas reside no fato de defenderem a importância da moeda para o sistema econômico. Mas ao tratar a moeda como mercadoria, chegam a dois contra-sensos: um de atribuir a crise financeira à confiança na *habilidade* de converter depósitos em moeda-manual e outro, decorrente do primeiro, é tratar a lacuna patrimonial, que caracteriza uma crise financeira, como simples desajuste entre a demanda e a oferta de moeda.

Os adeptos da análise que privilegiam assimetrias de informação enfocam o mercado financeiro. Sua contribuição é ter ligado a moeda ao desempenho dos investimentos. Ao analisarem a precificação, a valorização e a lucratividade dos ativos, sempre enfocando a moeda como crédito, levam em conta a realidade institucional contemporânea da moeda e a sua função econômica: de financiar as relações de produção. Na concepção da economia capitalista como intrinsecamente estável, tratam as crises financeiras como fruto de choques adversos potencializados por problemas na concessão de crédito, não enfatizando, portanto, a modificação estrutural do sistema que acompanha o ciclo econômico.

A hipótese da instabilidade financeira foi o enfoque mais próximo de nossa investigação. Verificamos que o desenvolvimento econômico associa a emissão de dívidas a um correspondente aumento nos ativos financeiros. A capacidade de criar crédito, que depende da solidez institucional — ao definir a trajetória e o alcance do desenvolvimento numa dado espaço econômico —, marca o auge do ciclo. O fim da *expansão* do endividamento das empresas aponta o início da fase descendente do ciclo e o crescimento da instabilidade financeira da economia.

Tomando-se como exemplos as economias norte-americana e japonesa, constatamos que nos momentos de ascensão do ciclo a taxa de juros é muito inferior à de lucro. Isso torna os empréstimos vantajosos àqueles que os tomam para investir em máquinas e equipamentos. O crédito ‘barato’ e fácil, ao aumentar a taxa de investimento e a demanda agregada, reduz o preço do capital. Restaria explicar a razão da grande diferença entre os ‘preços’ do capital. E não se pode argumentar, como Keynes, que a taxa de juros é um pagamento contra o empréstimo em moeda, porque este tipo de empréstimo não existe mais, se é que existiu alguma vez fora da imaginação.

O sistema de crédito, que caracteriza o capitalismo, é um sistema contratual, nele “{The} Paper {credit} constitutes, it is true, an article on the credit side of the books of some man; but it forms an exactly equal

item on the debit side of the books of others"¹, dizia, ainda em 1802, Henry Thornton. Não se trata, portanto, de empréstimos ou de pagamentos em moeda. A ficção da materialidade da moeda-mercadoria (a moeda representação) e transferência direta de seu conceito para as relações contratuais têm originado inúmeros problemas, parte dos quais foram apontados por nós.

O mercado financeiro é o fundamental mercado no capitalismo. Nele convivem lado ao lado o público e o privado e não apenas nos balanços contábeis dos bancos centrais. É o aparato jurídico do Estado que torna possível a existência do mercado financeiro que é um mercado contratual. Nesse mercado, os bancos são as instituições que aglutinam a riqueza social, separam a posse da propriedade, avaliam as diversas formas de riqueza em função do fluxo de renda deles esperado e direcionam os recursos para usos economicamente mais eficientes, aumentando a eficiência do sistema. A função básica dos bancos é valorizar o patrimônio nacional. A forma que assume essa valorização é única: ela reside no aumento da capacidade produtiva da nação.

O lado dos ativos dos bancos representa a posse e dos passivos, a propriedade. À primeira vista está ausente a propriedade do devedor que fundamenta e garante a concessão do crédito, mas a posse de recursos sociais é garantida por ativos que são patrimônio do devedor. Essa garantia é necessária por causa da incerteza de que o que foi prometido, quanto à concessão do crédito, será cumprido. O crédito concedido depende da valorização do empreendimento particular em relação à valorização média na economia — ou seja, da eficiência relativa. Do lado do tomador de crédito aquele que não lograr a valorização do seu capital perde o direito e os benefícios do crédito, parte de sua propriedade ou, no limite, todo o seu patrimônio. No mercado de crédito, como já afirmava Henry Thornton no início do século XIX: *"The man in trade has property in trade"*. Sua constatação, atual desde 1802, realça a concepção do mercado financeiro como espaço de mobilização de grandezas patrimoniais em prol da acumulação.

Um balanço bancário consolidado expressa a expectativa de que, a partir da peculiar organização da riqueza social sob a administração dos bancos, produzir-se-á um valor maior do que aquele que originou esse sistema contratual. O que une a parte esquerda do balanço (empréstimos e investimentos) à sua parte direita (moeda) é essa aposta. Para que o volume de juros legalmente contratado não resulte em redistribuição da riqueza presente, faz-se necessário o crescimento da economia. No que tange ao sistema de crédito, a medida do crescimento será dada por um valor superior à taxa real de juros.

Esse sistema contratual, obviamente, subentende a acumulação perpétua ou um crescimento ininterrupto. Deve-se ressaltar que a taxa de juros, vista como o custo real dos empréstimos, não permite o equilíbrio estacionário da economia. Caso a taxa de crescimento for inferior àquela que dá sustentabilidade às exigências legais do crédito, existem duas saídas: uma consiste em aumento das dívidas e a outra em venda de ativos. O aumento das dívidas tem limite, dado por um acréscimo do risco do credor e pela recusa de se carregar mais dívidas. Venda generalizada de ativos resulta em queda de seu preço e, dependendo da sua magnitude e duração, em passivo bancário descoberto, ou seja, em crise financeira.

O passivo descoberto, os créditos podres ou a moeda em depreciação foram tratados pelos monetaristas como desajuste entre a demanda e a oferta de moeda. Caberia ao Estado, através dos gestores da moeda, socorrer os bancos afetados e absorver a perda patrimonial que caracteriza a crise financeira. Ou seja, os maiores defensores do liberalismo econômico afirmam que somente a intervenção governamental no mercado financeiro consegue evitar a crise financeira. E, nesse ponto, estão certos!

A solução do conflito patrimonial subjacente às crises financeiras exige a organização ordenada das perdas e a sustentação do capital dos principais bancos, sob a tutela do Estado. Entretanto, ela encerra um grande potencial para a redistribuição aleatória de riqueza, favorece a concentração do capital e não tem a capacidade de recolocar a economia no caminho da expansão. A crise financeira torna necessário o uso de poder discricionário que é prerrogativa do Estado, pois só o seu aparato jurídico pode garantir a ordem, a elaboração e a aceitação de regras de exceção. A iminência de uma crise financeira evidencia a estreita convivência entre o público e o privado no fundamental mercado da economia capitalista. E se o

¹ Thornton, Henry (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: Frank Cass and Co., 1962, primeira edição de 1802, p. 80.

seu mais grave desequilíbrio econômico só pode ser solucionado através do poder do Estado, não deveria sobrar muito espaço teórico para a soberania dos demais mercados? Deixemos esta pergunta no ar.

Apenas os países líderes detêm as condições do equilíbrio básico, dadas pelos verdadeiros determinantes da oferta, pela dotação de fatores de produção e pelas condições técnicas da economia. Eles são inegavelmente produtores mais eficientes de bens em escala mundial. Se as oportunidades de lucro neles se restringirem, a mobilidade do capital proporcionará as condições de sua migração para os demais espaços econômicos e com vantagem em relação à eficiência global da produção. O amortecimento dos ciclos econômicos, nos países líderes, está associado à intervenção estatal nos mercados financeiros e à mobilidade internacional do capital.

A contrapartida, porém, é a instabilidade financeira dos demais espaços econômicos. As políticas econômicas nos países menos eficientes e endividados subordinam-se à 'necessidade' de um ajuste macroeconômico, ditado pelo estoque das suas dívidas, pela sua dependência de importações e pelas políticas econômicas (oferta monetária, taxa de juros, etc.) praticadas pelos credores internacionais. Seu equilíbrio externo, obtido graças ao aumento da taxa de juros e à redução do crédito interno, é aparente. Quando alcançado, por depender dos humores instáveis dos mercados financeiros globais, é temporário. E, como Keynes já havia afirmado, os ajustes externos não passam de acidentes históricos.

Entretanto, há uma diferença significativa entre o tempo de Keynes e a realidade atual. Os processos de falências domésticas, que compreendem repasse de patrimônio do devedor para o credor, não se aplicavam às relações internacionais de crédito. Os empréstimos externos pendentes eram liquidados catastróficamente, transformando-se em estopim de uma crise financeira no país credor. Graças à melhor compreensão dos mecanismos das crises financeiras, atualmente os credores limitam o estoque das dívidas externas, continuam financiando os seus serviços e auxiliam a implementação de políticas econômicas compatíveis com o equilíbrio externo dos países endividados. A política monetária austera e o decorrente aumento na taxa de juros reais doméstica, para um patamar superior às taxas internacionais, atraem o capital externo à procura de valorização, mas reduzem a eficiência marginal do capital doméstico, aumentando a probabilidade de desvalorização dos ativos e a de uma crise financeira.

Gostariamos de lembrar a seguinte afirmação de Schumpeter: "O *boom* {...} cria por si mesmo uma situação *objetiva* que, {...} facilmente conduz a uma crise, *necessariamente* a uma depressão e assim a uma posição temporária de relativa fixidez e ausência de desenvolvimento. Podemos chamar a depressão como tal de processo 'normal' de reabsorção e liquidação; ao curso de acontecimentos caracterizado pela irrupção de uma crise — pânico, colapso do sistema de crédito, epidemia de falências e suas consequências posteriores — podemos chamar de 'processo anormal de liquidação'.² Evita-se a crise financeira através das ordenadas liquidações e reorganizações dos patrimônios em liquidação. Este movimento torna-se nítido no crescente interesse do capital internacional e nos sucessivos recordes de operações de fusões e aquisições.

Acreditamos ter dado um passo além de Schumpeter quando identificamos o *boom* com a expansão do crédito, que aumenta a demanda agregada e reduz o custo do capital. A expansão subordina-se objetivamente à taxa de endividamento das empresas. Esta taxa tem dois limites: o institucional e o teórico. O institucional é determinado pelo grau de credibilidade das instituições em geral no país; portanto, é real. Conforme analisamos o exemplo japonês, esse índice chegou a 85%. Já o teórico, relaciona-se com uma situação hipotética.

Verificamos que o fim do *boom* coincide com o final da expansão do crédito em relação ao patrimônio líquido das empresas. Nesse ponto, a brusca redução da taxa de lucro, aliada ao alto grau de endividamento das empresas, torna a economia particularmente sujeita a crises financeiras, evitáveis através da intervenção governamental que não é suficiente para reverter o quadro. A economia, de todo modo, entrará na fase descendente do ciclo.

Analisando as economias norte-americana e japonesa, chegamos à conclusão, como Schumpeter, que a crise financeira é o conteúdo latente da crise econômica.

² Schumpeter, Joseph (1911). *A teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Abril, 1982. Primeira edição em alemão, 1911), (grifo no original).

ANEXOS

ANEXO 1

A1 MODELO BÁSICO DE CRISE CAMBIAL

O modelo a seguir foi elaborado por Krugman em 1979¹ e demonstra que, na presença de taxas de câmbio fixas e problemas no balanço de pagamentos, as crises cambiais são o resultado normal do comportamento maximizador dos investidores.

Problema no balanço de pagamentos é definido como a situação na qual o país está perdendo gradualmente as suas reservas. A crise cambial será provocada pelo comportamento maximizador dos investidores que, prevendo o fim das taxas fixas de câmbio em dado momento, adquirem todas as reservas cambiais do banco central. Essa atitude é denominada de ataque às reservas cambiais. O fator que afeta o comportamento individual — o incentivo — é a possibilidade de conseguir uma taxa infinita de retorno.

Krugman inicia com um modelo macroeconômico simples. O autor assume um país pequeno que produz uma única mercadoria que é comerciável no mercado externo. Seu preço é dado pelo mercado mundial.

Características básicas do modelo: (1) a demanda por moeda doméstica depende da taxa de câmbio; (2) a taxa de câmbio de equilíbrio muda no tempo. A paridade de poder de compra expressa-se pela seguinte fórmula:

$$(1) \quad P = sP^*$$

Onde P é o nível de preço doméstico, s é a taxa de câmbio. Krugman assume P^* fixo de modo a atribuir-lhe unidade, assim:

$$P^* = 1; \text{ e o nível de preço é igual ao câmbio.}$$

Para assegurar que a renda Y será sempre produto do pleno emprego, a economia neste modelo conta com preços e salários completamente flexíveis. Sua balança comercial e o balanço de pagamentos são iguais e serão determinados pela diferença entre o produto e o gasto:

$$(2) \quad B = Y - G - C(Y - T, W), \quad C_1, C_2 > 0$$

Onde B é o balanço de pagamentos (ou a balança comercial); G , o gasto governamental; T (impostos) a renda do governo; e W , a riqueza nacional.

Existem apenas dois tipos de ativos nesta economia: moeda doméstica ou externa e a escolha dos investidores é limitada a estes ativos que não oferecem remuneração.

O total de riqueza nacional é dado pela soma de moeda doméstica (M) e moeda estrangeira (F):

$$(3) \quad W = \frac{M}{P} + F$$

Isto é, na alocação dos ativos nos portfólios os agentes econômicos consideram valores reais. Enquanto a moeda interna pode mudar de valor, com a externa isto não ocorre. Uma simplificação final, nas palavras de Krugman, é dada pelo pressuposto de que os estrangeiros não mantêm moeda deste país. Com isso M torna-se o estoque monetário doméstico.

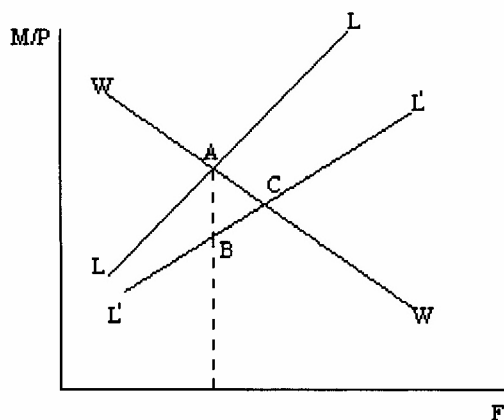
Partindo-se do equilíbrio, chega-se à conclusão de que os residentes domésticos gostariam de manter inalterado seu estoque de moeda doméstica. O estoque desejado de moeda será proporcional à riqueza, assim as condições para equilíbrio de portfólio nacional são dadas pela seguinte equação:

$$(4) \quad \frac{M}{P} = L(\pi).W, \quad L_1 < 0,$$

Onde π é a taxa esperada de inflação — ou a taxa esperada de depreciação da moeda. A determinação de π é de extrema importância para a análise, porque ela determinará a mudança na composição do portfólio. Krugman assume π como determinada pela atitude das autoridades monetárias em relação à emissão de moeda. O governo, por outro lado, emite mais moeda somente se incorrer em déficit fiscal. Já que os ativos presentes no modelo — moeda nacional e externa — não são remunerados, não há possibilidade de financiamento interno do déficit e a saída é a simples impressão de moeda e a conseqüente inflação (π).

Krugman avalia dois regimes de câmbio. O primeiro é dado por uma taxa flutuante. Nesse regime, o governo está fora do mercado cambial, não compra nem vende moeda estrangeira. O segundo é o de taxa de câmbio fixa. Nesse regime cambial o governo mantém reservas em moeda estrangeira, mas está pronto para trocar moeda externa por interna a uma taxa de câmbio fixa.

Figura A1.1 Efeito de uma mudança em π com taxas de câmbio fixas e flexíveis



O gráfico A1.1 expressa o comportamento da economia a curto prazo. A reta ascendente LL representa as condições para o equilíbrio de *portfólio* dadas pela equação (4). A reta descendente WW representa a restrição de riqueza — dada pela equação (3). Os residentes do país poderão adquirir moeda externa somente se reduzirem a proporção de moeda doméstica nos seus portfólios. Com um regime de taxa de câmbio flexível, visto que nem o governo, nem os residentes de outro país vão querer trocar moeda doméstica por externa, não haverá maneira de os residentes alterarem a composição do portfólio nacional. Se tentarem, o efeito recairá sobre a taxa de câmbio que será modificada, mas a composição do portfólio agregado não poderá ser alterada.

Nessas condições, apenas um aumento na taxa de inflação (π) pode tornar a moeda doméstica menos atrativa e isto resultará na mudança no nível da curva LL para $L'L'$. Considerando os pressupostos do modelo — de que não há moeda doméstica nos portfólios estrangeiros e que o governo, num regime de taxas de câmbio flexíveis, não vende nem compra moeda —, chega-se à conclusão de que há apenas uma maneira em que os residentes deste país podem modificar a composição do portfólio agregado. A tentativa nesta direção resultará em mudança no nível dos preços (e na taxa de câmbio). No gráfico, o equilíbrio muda de A para B .

Ao se considerar um regime de taxas de câmbio fixas, com o governo tendo reservas em moeda estrangeira R e apto para trocar moeda externa por doméstica, os resultados mudam. Os residentes domésticos podem trocar moeda doméstica por estrangeira livremente — obedecendo a restrição de riqueza WW . Um acréscimo na inflação resulta em mudança no nível da curva de preferência, no gráfico

a LL move-se para $L'L'$. Como os residentes têm a opção de trocar moeda nacional por estrangeira — modificando as reservas cambiais no banco central — a proporção de moeda doméstica e estrangeira no portfólio pode mudar. O equilíbrio, neste caso, move-se de A para C .

A modificação compensatória na posição das reservas do governo, na medida que ele ofereceu a moeda externa desejada, expressa-se pela seguinte equação:

$$\Delta R = -\Delta F = \frac{\Delta M}{P}$$

Como conclusão, segue-se que, sob um regime de taxa de câmbio flexível, as mudanças nas expectativas a curto prazo expressam-se por uma modificação na taxa de câmbio, enquanto em regime de taxas de câmbio fixas haverá modificação das reservas governamentais.

A1.2. COMPORTAMENTO COM TAXA DE CÂMBIO FLEXÍVEL

Se o governo não fixar a taxa de câmbio, esta pode mudar por três razões: (1) mudança na oferta monetária, (2) modificação no portfólio do setor privado e (3) mudança na taxa esperada de inflação.

Krugman adota como pressuposto básico que um aumento na oferta monetária tem como fonte única o financiamento do déficit governamental. No alcance do modelo, o governo financia seu déficit somente através de acréscimo na oferta monetária. Desse modo, o acréscimo no estoque de moeda será determinado pelo déficit governamental da seguinte forma:

$$(5) \quad \frac{\dot{M}}{P} = G - T$$

Krugman introduz mais um pressuposto que, segundo suas palavras, é conveniente, porém, artificial: o governo ajustará seu gasto de forma a manter o déficit enquanto fração constante da oferta monetária. O pressuposto permite-lhe afirmar que a modificação no encaixe dos agentes dependerá somente da taxa de inflação. Nesse caso, $M/P = m$ tem o significado de que o gasto governamental G é ajustado a fim de fazer $G - T = gm$, onde g é constante. Assim:

$$(6) \quad \begin{aligned} \dot{m} &= \frac{\dot{M}}{P} - \left(\frac{M}{P}\right)\left(\frac{\dot{P}}{P}\right) \\ &= \left(g - \frac{\dot{P}}{P}\right)m \end{aligned}$$

A moeda estrangeira representa direitos sobre o resto do mundo. Sua quantidade subirá somente na medida que se vendem produtos no mercado externo e, desse modo, a sua taxa de acumulação dependerá do saldo da balança comercial.

$$(7) \quad \dot{F} = B = Y - G - C(Y - T, W)$$

Finalmente, Krugman incorpora as expectativas quanto à inflação, notando que o assunto é motivo de consideráveis disputas acadêmicas. Assume, no entanto, que os especuladores estão atentos a respeito de sua previsão e que, utilizando métodos sofisticados, alcançam a previsão perfeita.

$$(8) \quad \pi = \frac{\dot{P}}{P}$$

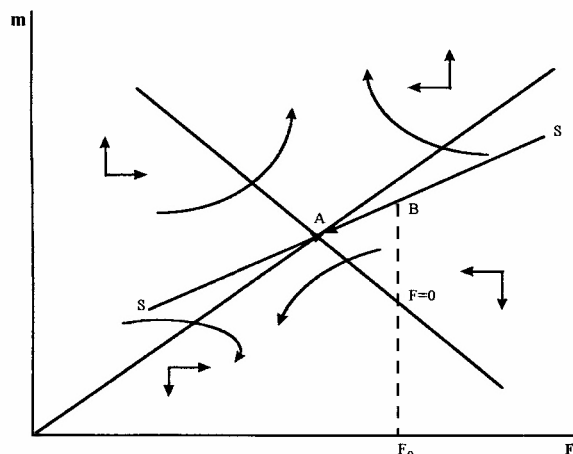
Krugman começa pela eliminação da modificação dos preços \dot{P}/P . A combinação da previsão perfeita com as condições para o equilíbrio do portfólio faz notar que os agentes econômicos conseguiriam evitar a perda de poder aquisitivo da moeda nacional (implícita na inflação), através da troca de moeda doméstica por externa.

$$(9) \quad \frac{\dot{P}}{P} = \pi\left(\frac{m}{F}\right), \quad \pi_1 < 0$$

A derivada parcial da função (9) demonstra que os residentes domésticos aumentarão a parcela de ativos domésticos nos portfólios, somente se lhes for oferecido um rendimento maior na forma de redução na taxa de inflação. Substituindo na equação (6), Krugman chega ao seguinte sistema dinâmico:

$$(10) \quad \begin{aligned} \dot{m} &= \left\{g - \pi\left(\frac{m}{F}\right)\right\}m, \\ \dot{F} &= Y - G - C(Y - T, m + F) \end{aligned}$$

Figura A1.2 Dinâmica com taxa de câmbio flutuante



A figura A1.2 mostra esse sistema com os seus comportamentos representativos demonstrados pelas setas. A taxa de câmbio é indeterminada mesmo que se saiba a composição exata dos portfólios dos agentes. Para cada nível de preço arbitrário — dado M e F , tem-se uma posição (m, F) — existe um percurso para o ajuste da economia e apenas um caminho que converge para o equilíbrio do *steady state*. Assim, a determinação da taxa de câmbio é de extrema relevância. Se a taxa inicial de câmbio não for àquela que coloca a economia no caminho do equilíbrio, o sistema se desviará mais ainda do *steady state*.

A solução natural para essas dificuldades, segundo Krugman, será presumir que os especuladores não acreditam na possibilidade de infinitas bolhas especulativas e que a taxa inicial deve ser aquela que leva ao equilíbrio. Assim, o pressuposto é que a economia se encontra sempre no trecho estável *SABS* na figura A1.2. Se no início a moeda estrangeira nas mãos do público corresponder a F_0 , o nível de preços se ajustará de maneira a deslocar a oferta monetária real para m_0 , caso no qual a posição inicial da economia será o ponto B. Nesse caso, o sistema convergirá para A gradualmente.

A oferta monetária real é positivamente relacionada ao estoque de moeda estrangeira e independente do estoque nominal de moeda doméstica. *Ceteris paribus*, o nível dos preços será proporcional à oferta monetária doméstica e negativamente relacionado a F . Chega-se, assim, à seguinte equação:

$$(11) \quad P = M \cdot G(F), \quad G_1 < 0. \text{ que representa o caminho estável SABS.}$$

A1.3 DINÂMICA COM TAXA DE CÂMBIO FIXA

Neste regime cambial o governo mantém um estoque de moeda estrangeira R . Supondo-se que use esta reserva para estabilizar a taxa de câmbio, seu comportamento equivaleria à estabilização do nível de preços em algum nível \bar{P} .

Krugman examina as restrições orçamentárias dos setores privado e governamental. Assinalando que o setor privado adquire ativos somente através de poupança — isto é, com um gasto menor do que a renda —, ele define a poupança privada da seguinte forma:

$$(12) \quad S = Y - T - C(Y - T, W).$$

Considerando a restrição orçamentária e os preços, chega-se a:

$$(13) \quad \dot{W} = \frac{\dot{M}}{\bar{P}} + \dot{F} = S.$$

A poupança privada é função da riqueza privada. Tendo em vista que a relação entre a $\partial S / \partial W$ é negativa — $\partial S / \partial W = -C_2 < 0$ — a pergunta que Krugman tenta responder é como os agentes econômicos privados dividiriam o total da poupança entre a moeda nacional e a estrangeira, que são os únicos ativos disponíveis.

A poupança privada é dividida em duas partes: L e $1 - L$, destinadas à moeda doméstica e estrangeira, respectivamente. Caso exista confiança na manutenção de um nível estável dos preços, a inflação (π) será zero e haverá uma relação estável entre a riqueza e os encaixes. A expectativa de inflação resultará na tentativa de modificação na composição do portfólio:

$$\frac{\dot{M}}{\bar{P}} = LS$$

$$(14) \quad \dot{F} = (1 - L)S$$

Se o governo incorrer em déficit, na presença de reserva cambial, poderá cobri-lo de duas formas:

(1) via aumento na oferta monetária; e (2) saque sobre as reservas R .

A restrição do governo será dada por:

$$(15) \quad \frac{\dot{M}}{\bar{P}} + \dot{R} = G - T = g \left(\frac{M}{\bar{P}} \right)$$

Tendo em vista o compromisso de o governo manter a taxa de câmbio em limites predeterminados, ele não terá controle sobre a forma de financiamento de seu déficit. Se aumentar a oferta monetária acima do montante que o público deseja manter nos portfólios, o setor privado alocará parte deste dinheiro para a compra de moeda estrangeira. Como resultado, o montante do déficit do governo — financiado através da venda de reservas cambiais — será função do desejo do setor privado em adquirir moeda doméstica adicional. Desse modo, um aumento na oferta monetária acima do nível desejado pelo público provoca perda gradual das reservas cambiais do governo:

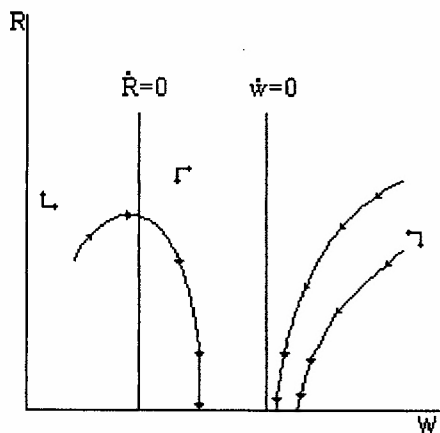
$$(16) \quad \dot{R} = -(G - T) + LS$$

Este tipo de perda de reservas não está relacionada diretamente com o resultado da balança comercial, pode ser maior ou menor que o resultado da balança B .

$$(17) \quad \dot{R} = LB - (1 - L)(G - T)$$

Com o tempo assiste-se à modificação na riqueza privada e nas reservas governamentais, de forma que se pode chegar à perda de reservas mesmo na presença de taxa de poupança privada igual a zero. Krugman ilustra o comportamento dos dois estoques na figura A1.3.

Figura A1.3 Comportamento dinâmico na presença de taxa de câmbio fixa



As setas, no figura A1.3, indicam o sentido do ajuste. No decorrer do tempo, muda a riqueza privada e a reserva governamental. Quando o governo carrega déficit, torna-se impossível manter fixa a taxa de câmbio, independente do tamanho inicial das reservas. Sem déficit, as linhas $\dot{R}=0$ e $\dot{W}=0$ coincidirão e será possível alcançar o equilíbrio com dada taxa de câmbio, se as reservas cambiais forem suficientemente grandes. Se a economia alcançar esse quadro, segundo Krugman, será um caso particular do mecanismo de ajuste de Hume.

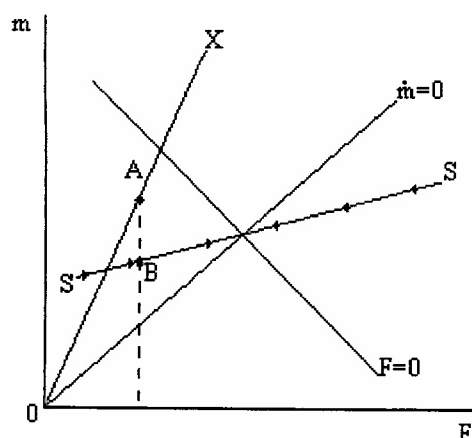
Quando não for possível manter a taxa de câmbio fixa, o esforço neste sentido entrará em colapso, transformando-se em repentina crise cambial. Pois enquanto a economia perde reservas, os agentes econômicos, prevendo o abandono da taxa fixa de câmbio, procurarão adquirir a reserva restante provocando a crise. Portanto, a crise eclodirá antes da exaustão das reservas cambiais.

Krugman contrapõe a sua visão do que aconteceria se os investidores não fossem capazes de antecipar o fim da taxa de câmbio fixa. Enquanto existirem reservas, a oferta monetária doméstica será determinada pela preferência dos agentes econômicos em relação à composição de seus portfólios.

$$M/\bar{P} = L(\pi)W, \text{ onde } \pi=0.$$

No instante de exaustão das reservas, não é mais a oferta monetária que determina o nível dos preços, mas o equilíbrio do portfólio. Os agentes podem estar gastando mais do que a sua renda. Nesse caso, reduzem tanto a parcela de moeda doméstica quanto a externa. Se o governo incorrer em déficit, ele aumentará a oferta monetária, mas o setor privado tentará modificar a composição do portfólio. Em quaisquer dos casos, ou numa combinação entre eles, a demanda por moeda doméstica cai e o nível dos preços muda instantaneamente numa proporção discreta, isto é, o aumento na oferta monetária se transforma imediatamente em inflação. Krugman mostra graficamente este resultado, na figura A1.3.

Figura A1.4 Ganhos excepcionais oriundos da transição para taxa de câmbio flutuante



A reta OX expressa o trajeto de expansão dos portfólios na presença de taxa de câmbio fixa e de mudança na riqueza do setor privado. Ela é mais inclinada do que a $\bar{m} = 0$, porque quando a inflação for zero ($\pi = 0$), o público manterá maior proporção de moeda doméstica em seus portfólios, do que quando $\pi = g$ como é o caso ao longo da reta $m = 0$. Krugman assume que a economia está à direita da interseção entre OX com SS — a reta onde a economia está no caminho que assinala a estabilidade —, pois de outra forma quando as reservas acabarem, a taxa de câmbio cairá ao invés de subir.

O ponto A marca a posição da economia no momento de exaustão das reservas, quando há uma brusca mudança marcada pela transformação do câmbio fixo para flutuante. A economia move-se do ponto A para B . Como a oferta monetária nominal neste instante é fixa, a mudança expressa-se por um salto no nível dos preços.

A exaustão das reservas provoca saltos discretos no nível de preços, que causam *perdas inesperadas de capital*. Os investidores não aceitam estas perdas e estão atentos para evitá-las. Por isso, o instante que antecede a exaustão das reservas caracteriza-se por especulação exacerbada. A compra de moeda estrangeira proporciona a obtenção de uma taxa infinita de retorno. Se todos tentarem obtê-la, as reservas governamentais serão eliminadas. Na próxima rodada, os especuladores tentarão exaurir as reservas governamentais mais cedo, e assim por diante. A conclusão é que os investidores conseguem antecipar corretamente os eventos eliminando as reservas governamentais através de um ataque especulativo.

Do ponto de vista do governo, o ataque especulativo representa liquidação de suas reservas. Na visão dos investidores domésticos há alteração na composição do portfólio, através da qual se evitam perdas patrimoniais.

Se M, F for a composição do portfólio doméstico anterior ao ataque e M', F' após este ataque:

$$\frac{M'}{P} = \frac{M}{P} - R$$

$$(18) F' = F + R$$

Imediatamente após o ataque especulativo, a economia passa para o regime de taxas de câmbio flexíveis. O nível dos preços pós crise P' pode ser determinado da seguinte forma:

$$(19) \quad P' = M'G(F'), \text{ ou}$$

$$\begin{aligned} \frac{P'}{\bar{P}} &= \left(\frac{M'}{\bar{P}}\right)G(F') \\ &= \left(\frac{M}{\bar{P}} - R\right)G(F + R) \end{aligned}$$

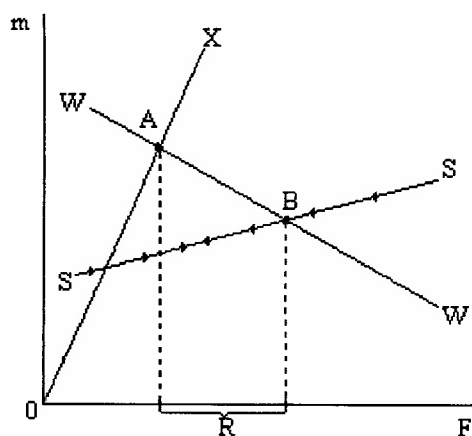
Para que não haja perdas inesperadas de capital, o ataque especulativo *não* deverá levar a mudanças discretas no nível dos preços ($P' = \bar{P}$ ou $P'/\bar{P} = 1$).

Num regime de taxa de câmbio fixa M/\bar{P} e F são funções da riqueza privada W e isto permite representar as condições para $P'/\bar{P} = 1$ como uma função implícita das reservas R e a riqueza W :

$$(20) \quad 1 = [L(O)W - R]G[W - L(O)W + R]$$

A equação acima define o limiar no espaço W, R . Num regime de taxas de câmbio fixas, R e W evoluem no decorrer do tempo de maneira que ultrapassam o limiar. Quando isso ocorre, há repentina crise no balanço de pagamentos. A crise expressa-se pela eliminação do restante das reservas governamentais e ela força a adoção de um regime de câmbio flexível.

Figura A1.5 Especulação: queima das reservas cambiais

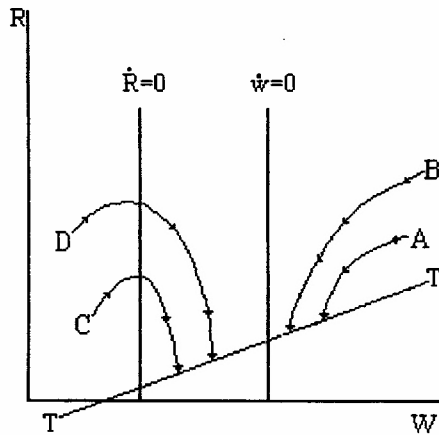


A figura A1.5 exemplifica uma crise cambial. Supondo que antes do ataque especulativo a economia se encontrava na reta OX , que representa o trajeto do regime de taxas de câmbio fixas. Exatamente após o ataque, a economia muda para o regime de taxas de câmbio flexíveis representado pela reta SS . O ponto A representava a posição do portfólio privado no momento anterior à crise. Com o ataque e a modificação na composição do portfólio agregado privado, o ponto alcançado é o B — à direita e para baixo da curva de riqueza constante WW . Contudo, o aumento da parcela de moeda estrangeira no portfólio agregado é obtido graças à aquisição de reservas cambiais do governo R .

O pressuposto de um estoque maior de riqueza anterior à crise — isto é uma curva WW que passa acima e à direita daquela na figura —, considera que as reservas do governo, adquiridas pelos agentes, deveriam ter sido maiores, o que indica que a crise ocorre no espaço W, R .

A1.4 A ABORDAGEM DA CRISE CAMBIAL

Figura A1.6 Crise cambial



A figura A1.6 ilustra o esquema da crise. Nela, o limiar da crise, dado pela equação (20), é representado por TT . Esta reta é positivamente inclinada e corta o eixo horizontal à esquerda de $\dot{R} = 0$. A análise dos fatores que determinam o *timing* da crise e a comparação entre as possibilidades representativas dadas pelas curvas A , B , C , e D permite as seguintes deduções: B difere de A e D , de C somente pela presença de mais alta reserva cambial inicial. Em cada caso, é possível verificar que, com reserva mais alta, a mudança no valor absoluto da riqueza privada, anterior à crise, é maior. Desde que \dot{W} independe de R , reservas maiores indicam maior tempo antes da eclosão da crise. Krugman enfatiza que isso confirma o resultado intuitivo e plausível de que o tempo, no qual o governo pode manter a taxa de câmbio fixa, é função crescente de suas reservas iniciais.

Se os agentes privados anteciparem a ação política, uma economia com problemas no balanço de pagamentos passará pelos seguintes estágios: período de decréscimo nas reservas, repentino ataque especulativo e um posterior período de depreciação gradual da moeda nacional.

Se existir incerteza quanto à política a ser implementada pelo governo, o quadro poderá mudar. O autor nota que é possível incluir vários tipos de incerteza, mas ele se atém ao caso a seguir, em que o governo conta com dois tipos de reserva: (1) reserva primária R_1 , que será utilizada para manter fixa a taxa de câmbio e os investidores sabem disso; e (2) reserva secundária R_2 que não será utilizada para a manutenção do câmbio fixo. Os investidores (como são denominados) efetuam o ataque especulativo até à exaustão da reserva primária, mas se o governo utilizar a reserva secundária a fim de manter o valor da moeda, os investidores poderão mudar de rumo e vender, para o banco central, as reservas anteriormente adquiridas. Assim, as reservas voltam ao nível anterior ao ataque. Se o governo tiver a capacidade de aumentar o custo desta transação ou de provocar perda aos especuladores, o ataque não ocorrerá, e se ocorrer, a probabilidade de os agentes atacarem as reservas no futuro diminuirá. Ele nota que a análise poderá ser estendida de forma a incluir uma série de reservas R_1, \dots, R_n ; o efeito será de produzir uma série de crises, que terminam com a decisão do governo de utilizar a reserva seguinte.

Para finalizar, é importante assinalar que Krugman deixa impresso, e assim expreso, que não reivindica realismo para seu modelo.

A2.5 CONSIDERAÇÕES

É clara a necessidade de se manter sigilo sobre o tamanho exato das reservas, e sobre a provável ação política a ser implementada. Falta qualquer parâmetro objetivo, seja a respeito de uma taxa de câmbio de “equilíbrio” em cada caso concreto, seja sobre o nível de reservas com o qual se pode evitar a crise cambial. A política cambial, enquanto parte da política monetária, continua no estado de arte.

Essa arte, contudo, pode ser praticada somente por aqueles que possuem talento e condições materiais para elaborar as obras. Neste caso específico, é mais fácil encontrar o talento do que as condições materiais. Pois estas condições exigem que o comércio exterior seja praticado por duas economias semelhantes em relação ao desenvolvimento, produtividade e peso. Caso contrário, há assimetrias visíveis.

Anexo 1

¹ Krugman, Paul (1995) *Currencies and Crises*. Cambridge: MIT Press, p. 61-76.

ANEXO 2

A2. A CRISE FINANCEIRA SEGUNDO A TEORIA DA CATÁSTROFE

Produto final da vontade de superar o comportamento irracional tido como responsável pelas crises financeiras, os modelos de catástrofe têm como argumento principal um comportamento racional e maximizador que, face a um choque adverso e informação incompleta, pode levar a um prognóstico de crise e à corrida bancária. Ao evitar a irracionalidade, os autores deste tipo de modelo incorrem em outras arbitrariedades em relação à análise econômica padrão.

A economia presente nestes modelos funciona em estágios ou estados que são fundamentalmente diferentes do uniforme e consistente funcionamento presente na análise econômica tradicional. As bruscas modificações do ambiente econômico proporcionam condições para substanciais ganhos (e perdas) para os agentes. Descritos desse modo os modelos violam os axiomas da teoria econômica, sobretudo o de que, em economia, *nada ocorre em saltos* e que *não há espaço para perdas (ou ganhos) excepcionais* que obedeceriam à magnitude de uma catástrofe. Esta é a razão de serem objeto de consideráveis críticas — como explica Batchelor,¹ autor cujo modelo seguiremos — e de serem vistos como pressupostos particulares, que não podem ser testados. Os adeptos deste tipo de análise defendem seus modelos da seguinte forma: *“Economics is rarely so fussy in its choice of tools. Linear and loglinear functions are used throughout the discipline for their great didactic value, and the catastrophic surface seems no more objectionable than these elementary forms.”*² Batchelor, autor da frase, admite, contudo, o uso de pressupostos arbitrários que forçam o sistema em direção à catástrofe. Porém, nota que a taxa irreal de câmbio mantida pelas autoridades monetárias — presente nos modelos de crise cambial e que explica a corrida aos bancos e o colapso financeiro — é tão arbitrária quanto à extrapolação dos preços dos ativos nos modelos de catástrofes. Apesar disso, os modelos de crise cambial contam com uma aceitação mais ampla.

A2.1 O MODELO

O modelo a seguir refere-se à precificação dos ativos em geral e pode ser aplicado em relação à modificação dos preços de commodities, terra e demais ativos, mas sua relevância é em relação aos ativos negociados em bolsa. Seguiremos o modelo apresentado por Roy Batchelor³ em 1986, que é um modelo básico utilizado na explicação das crises financeiras. Os outros modelos são variações deste.

Este modelo, segundo o seu autor, tem propriedades ótimas e clara aplicabilidade aos incidentes denominados de ‘manias’ quando a remuneração das atividades reais representadas pelos títulos e ações é *incerta* e seu resultado eventual aparece somente a longo prazo, enquanto os ativos são precificados em função do potencial de obter rendimento a curto prazo. O modelo permite que uma situação normal possa degenerar paulatinamente para uma situação de catástrofe. E, antes de tudo deverá ser encontrada a razão para a aquisição e manutenção dos ativos. Há dois propósitos básicos que são:

- (1) de proteção ‘*hedge*’ e
- (2) de especulação.

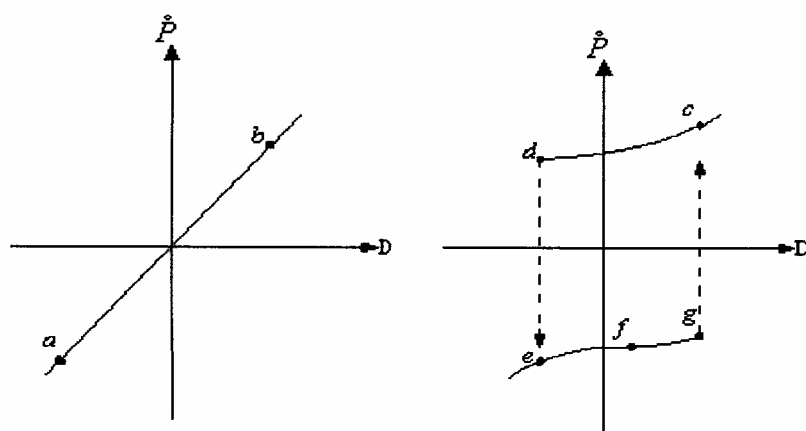
Em condições normais da economia, os ativos são adquiridos e mantidos com o intuito de proteção. As condições normais da economia, por outro lado, são definidas em função da manutenção dos ativos para os propósitos de proteção ou *hedge*. Isto é, o estado normal da economia é aquele no qual os ativos são adquiridos e mantidos por causa da sua utilidade (e valor) intrínseca ou fundamental. Evidentemente há uma circularidade no argumento principal — o de partida. A aquisição para especulação deveria considerar as condições externas a ela própria. Teria sido mais convincente definir as condições especulativas como função de outra variável no sistema.

No caso de se verificarem as condições normais, a demanda e a oferta de ativos se comportam da forma esperada pela análise econômica: os preços dos ativos sobem com uma demanda aquecida e descem ao extrapolar seus valores intrínsecos. Em condições especulativas os ativos são adquiridos, mantidos e transacionados com o intuito de produzirem *ganhos de capital*. As condições especulativas, por sua vez, são definidas enquanto aquelas em que os ativos são comprados, mantidos e vendidos em função do ganho de capital. Nesse caso, a taxa de modificação e o nível de preços dos ativos afetam sua demanda. Ao contrário do que ocorre em análise econômica, os preços dos ativos sobem desmesuradamente com uma demanda aquecida. O próprio aumento de preços atrai mais compradores, especulação e, como decorrência, um aumento ainda maior dos preços. 'Excesso de demanda positiva' poderá provocar um aumento explosivo dos preços dos ativos. Isto é, no mercado de ativos, o fundamental mecanismo de ajuste, o dos preços, deixa de funcionar dependendo do 'estado' no qual se encontra a economia. Um aumento de preços não necessariamente resulta em redução na demanda por ativos, nem uma queda de preços em aumento da demanda. Assim, há excesso positivo ou negativo de oferta ou de demanda.

A redução do preço dos ativos, por encerrar a probabilidade de perda patrimonial, torna-os menos atrativos para os investidores e o desequilíbrio entre a oferta e a demanda no mercado de ativos aumenta com a diminuição do preço dos bens transacionados (que são os ativos). Uma queda *inicial* no preço dos ativos pode estar associada a qualquer notícia adversa sobre o desempenho econômico geral ou a um choque de política econômica. Como resultado assiste-se ao desinvestimento e à queda mais acentuada nos preços que, afastando os investidores, pode transformar-se em uma queda explosiva, na qual há substanciais perdas patrimoniais.

A dimensão da queda possível calcula-se através da diferença entre o ganho especulativo em relação àquele obtido quando os ativos são transacionados em função de seus valores fundamentais. Quanto maior essa distância, maior será a queda. "Um cenário especulativo encerra a possibilidade de uma queda violenta nos preços dos ativos e como decorrência {desta queda} a bancarrota de muitos investidores. Tão logo um certo número de especuladores ('insiders') vendam, e a demanda excessiva se tornar suficientemente negativa, todos os investidores remanescentes reconhecerão a probabilidade de queda nos preços e tentarão vender."⁴ Esta situação é explicitada em termos gráficos na figura A2.1:

Figura A2.1 — Ascensão do preço dos ativos e o excesso de demanda



Condições Normais

Condições especulativas

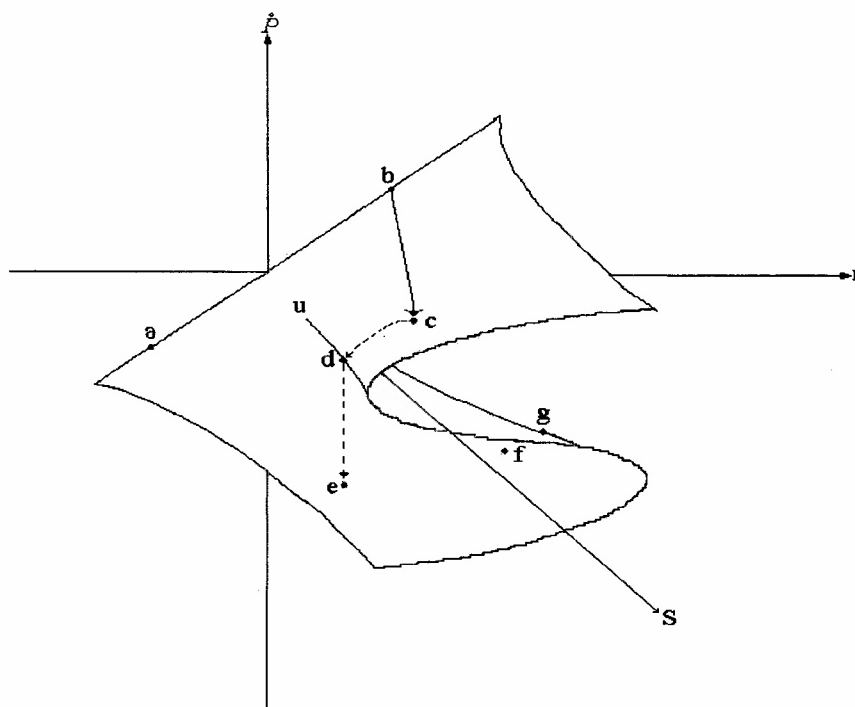
P: Ascensão do preço dos ativos;
D: Excesso de demanda por ativos

A parte esquerda da figura A2.1 refere-se às condições normais no mercado de ativos, quando são adquiridos em função de seu valor intrínseco — por propósitos de segurança — e a análise econômica funciona com perfeição. O lado direito exemplifica as condições especulativas. Os preços dos ativos caem, em pulos, do ponto *d*, que é um ponto de mercado especulativo em alta, para o ponto *e*.

A queda dependerá de muitos fatores, entre os quais: o aquecimento dos preços no mercado dos ativos, uma notícia adversa que pode provocar esse impacto, brusca mudança de política econômica e o desdobramento posterior destes eventos. Batchelor chama a atenção de que a recuperação da demanda não necessariamente reestabelecerá as condições de partida. Os preços podem continuar caindo numa taxa mais branda ou alcançar o ponto *f*. Apenas um nível crítico de demanda pode reunir as condições para a recuperação da confiança nos preços dos ativos. Nesse caso, os preços podem subir de ponto *g* para *c*.

No gráfico tridimensional, elaborado por Batchelor, as condições normais e as especulativas estão expressas num mesmo espaço contínuo. A variável que separa as condições normais (quando os ativos são transacionados pelos seus valores fundamentais) daquelas que exprimem a probabilidade de catástrofe é o percentual de especuladores no mercado (*S*)⁵ (e o ganho especulativo que eles obtém).

Figura A2.2 Preço dos ativos — modelo de catástrofe



P: Aumento do preço dos ativos;
D: Excesso de demanda por ativos
S: Grau de rentabilidade especulativa

No modelo de Batchelor, figura A2.2, no primeiro momento a economia se encontra no ponto *a* que, sob os efeitos de um choque positivo de demanda, move-se para o ponto *b*. Os preços em ascensão atraem especuladores e o sistema desloca-se para o ponto *c*. Nesse ponto, a demanda aquecida desaparece e alguns investidores começam a vender, jogando os preços para baixo. O mercado alcança o ponto *d*, em que todos os especuladores remanescentes tentam vender. Esta atitude leva a uma queda catastrófica dos preços dos ativos mostrada pela posição *e*.

O fator de ruptura é dado por u , onde há dobra na superfície. Se a participação relativa de especuladores (e o ganho que eles obtêm) no mercado for à esquerda de u , ou seja: se $S < u$, o sistema se comporta normalmente com os preços subindo e caindo com o desaquecimento da demanda. O espaço à direita de u (quando $S > u$) exprime as condições especulativas no mercado de ativos. A possibilidade de uma queda catastrófica dos preços estará presente toda vez que os preços se encontrem à direita de u .

Com os preços no ponto e , se houver um impulso da demanda gerado fora do mercado de ativos, o sistema poderá alcançar o ponto g . Mas nessa posição, a possibilidade de queda catastrófica dos preços permanece porque as condições especulativas (os $S > u$) predominam. O caminho para a estabilidade é a direção a ser percorrida é do ponto e para a . Entretanto, um caminho para a recuperação segura envolve a redução da participação relativa de especuladores no mercado (S) ou a redução de seu ganho que poderá ser obtida através de maiores impostos sobre os ganhos de capital neste mercado.

A 2.2 MODELO DE PÂNICO BANCÁRIO

Este modelo parte de um simples intermediário bancário — um banco que do lado dos passivos tem capital próprio (K) e atrai depósitos (D). Esse portfólio é investido em empréstimos arriscados (A) e reservas (R) livres de risco. É o risco dos empréstimos que obriga o banco a manter ativos não remunerados em reserva. Os depósitos variam de maneira aleatória e suas flutuações constantes forçam uma permanente reavaliação do risco dos empréstimos e do total dos valores emprestados.

Quando os saques ultrapassarem as reservas ($\Delta D > R$) ocorrerá uma crise de liquidez. A instituição será *insolvente* se o seu capital próprio junto com a renda proveniente de seus empréstimos for insuficiente para cobrir os pagamentos de juros devidos aos depositantes. Supondo que em algum período os passivos depositantes apresentem um acréscimo (ΔD) e o valor dos ativos se modifique em (ΔA), o banco será insolvente se:

$$(1) \quad A + R + \Delta A < D + \Delta D$$

$$\text{ou } (\Delta D - \Delta A) - (A + R - D) > 0$$

$$(\Delta D - \Delta A) - K > 0$$

Divide-se (ΔD) pelo total dos depósitos D , a notação $\Delta D/D$ torna-se Δd . Do lado dos empréstimos A , tem-se $\Delta A/A$ como Δa . Pondera-se o capital próprio sobre o total dos depósitos K/D e a relação expressa-se por k . Escritas deste modo, as condições nas quais um banco se torna insolvente assumem a seguinte forma:

$$(2) \quad \Delta d - \Delta a - k > 0$$

$$\text{ou } z < 0$$

onde z é definido como o 'nível de segurança' do banco.

$$(3) \quad z = k - \Delta d + \Delta a$$

A probabilidade de falência de um banco dependerá das seguintes variáveis estocásticas: a probabilidade de distribuição do fluxo dos depósitos; e da probabilidade da distribuição dos preços dos

ativos — e de dois fatores que são as variáveis de decisão para os bancos: as reservas e a proporção do capital em relação aos depósitos.

Por questão de conveniência, Batchelor assume d com média zero, de modo que possa trabalhar apenas com a sua variância. Por pressuposto, os bancos seguem políticas ótimas a respeito de r e k , o que significa que as proporções de reservas e de capital dependem dos depósitos, da variância dos empréstimos e do custo dos empréstimos de emergência e insolvência. Já que esses custos são iguais para todos os bancos, a diferença da probabilidade de insolvência será função crescente somente do nível dos depósitos e da variância dos empréstimos.

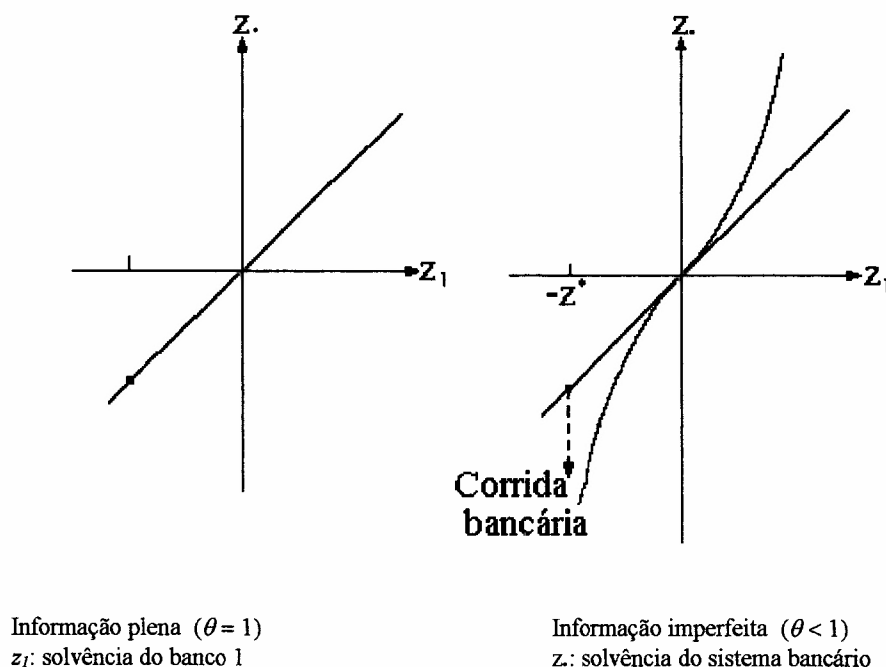
Considerando-se um sistema composto por n bancos ordenados de 1 a n em ordem *decrecente* de risco, de forma que o banco 1 é o mais arriscado (em termos de seu valor z) e o n , o menos arriscado. Para simplificar, assume-se que o valor z cresce uniformemente. De modo que se o z_1 for o nível de segurança do banco mais arriscado, o banco j terá $z_j = jz_1$. Assim, o risco poderá ser medido em unidades de z . Uma queda no valor de todos os ativos do banco j provocará a insolvência de todos os bancos de 1 a j , mas o restante, de $j+1$, ..., n , estará seguro.

Os depositantes podem manter seus ativos líquidos em duas formas: moeda manual que não apresenta risco ou depósitos nos bancos arriscados. A distribuição deste portfólio dependerá da percepção de risco sobre cada banco em particular. Um acréscimo no risco *percebido* de um banco provoca retirada de seu fluxo dos depósitos, enquanto um acréscimo percebido no risco de todo o sistema causará mudança repentina de depósitos para a moeda manual. Se houver percepção de insolvência, todos os depósitos serão retirados.

O elemento-chave do modelo a seguir é a informação incompleta sobre o balanço de um banco particular. No sistema bancário há muitos depositantes e a maior parte não possui nenhuma informação sobre a situação real do banco que retém seus depósitos. Mesmo os depositantes que como acionistas têm acesso à informação defrontam-se com as dificuldades inerentes de interpretação das informações contidas num extenso portfólio. Batchelor nota que muitos autores trabalham com a idéia de segredo sobre o desempenho real dos bancos que inevitavelmente cerca (e deverá cercar) os negócios bancários. Entretanto, o pressuposto de informação incompleta modifica radicalmente o impacto de um choque de preço dos ativos sobre todo o sistema bancário.

Para o autor, caso haja informação perfeita, a queda no preço dos ativos suficiente para deixar o banco 1 insolvente não terá impacto sobre os depósitos dos outros bancos, independentemente do choque que representa para o banco 1. Em contrapartida, um aumento específico do valor dos ativos de um banco em particular não levará os depositantes a reavaliar o risco dos outros bancos, nem causará uma expansão do setor bancário oriunda do ganho excepcional. A figura A2.3 apresenta em termos gráficos a relação entre a mudança de grau de insolvência de banco 1 (z_1) e o grau de insolvência do sistema como um todo (z), que se expressa pela linha de 45° na parte (a) da figura.

Figura A2.3 Efeitos da insolvência do banco 1 sobre a solvência do sistema



Considera-se que os depositantes são menos que perfeitamente informados sobre o desempenho dos bancos. Entretanto, baseados na informação mesmo que limitada contida (e disponível) nos balanços bancários publicados, eles formam uma estimativa sobre o valor de z de cada banco, que é expresso pela fórmula: $\hat{z}_j = \hat{z}(\Omega_j)$. Para uma estimativa ótima será necessário utilizar também outras fontes de informação disponível. A estimativa de z_j pode ser melhorada através do uso de z : (1) dos outros bancos; e (2) de outros anos.

Sendo as diferenças em z de bancos próximos em avaliação variáveis normais randômicas com variâncias iguais, a estimativa ótima de nível de segurança do banco j tomará forma de uma média ponderada do nível de segurança dos outros bancos do sistema com peso exponencialmente decrescente, de acordo com a distância entre o nível de segurança do banco j e a ordem de segurança dos outros bancos. Isto é expresso pela seguinte fórmula:

$$\hat{z}_j = \lambda_j \sum_{i=1}^n (1 - \theta)^{|i-j|} \cdot (j/i) \hat{z}_i$$

Onde λ_j é o fator de escalonamento dos pesos $(1 - \theta)^{|i-j|}$ de modo a somarem 1. Por causa do pressuposto de uma diferença uniforme do risco para a formação da estimativa de z , o valor estimado de cada banco i deverá ser multiplicado por (j/i) .

O parâmetro crucial é dado pelo fator de desconto θ que pode assumir valores entre 0 e 1 e serve enquanto índice de disponibilidade de informação sobre a segurança relativa dos bancos. Muita informação sobre o desempenho particular de cada banco significa um alto valor a ser atribuído à variável de informação θ . Quanto maior e melhor (a qualidade da informação importa) a informação sobre o desempenho de cada banco em particular, tanto mais rápido será o decréscimo dos pesos dos bancos mais

distantes do banco j . Na estimativa da segurança dos bancos somente a informação sobre bancos muito similares ao banco j é levada em consideração.

Com uma informação deficiente (baixo θ) os valores não caem tão rapidamente. A falta de informação sobre o desempenho dos bancos é tão grande que até bancos muito pouco parecidos com o banco j são avaliados conforme a situação deste banco.

Os casos limites — quando o $\theta = 0$ e $\theta = 1$ — são particularmente interessantes. Na presença de informação perfeita ($\theta = 1$) sobre a segurança relativa de cada banco, os pesos atribuídos a cada z tendem para 0, exceto o do banco j que assume o valor 1. Isto é, cada banco é um banco e a relativa segurança dos outros bancos não influi na estimativa da segurança dos depósitos de cada banco em particular.

Ao contrário, quando há completa ausência de informação ($\theta = 0$) os pesos de todos os z 's são iguais e cada banco particular é percebido como igual aos outros. Nesse caso, a informação limitada sobre o risco relativo de um banco provoca corrida em todos os bancos no sistema e quando um banco é percebido como arriscado os depositantes deste banco retiram *todos* os seus depósitos.

Quando se pressupõe informação incompleta sobre o risco relativo dos bancos, uma dada queda no preço dos ativos induzirá a um número de falências bancárias desproporcional ao alcance desse choque específico.

Supondo-se que o valor dos ativos do banco 1 caia em z^* unidades. Os depositantes dos outros bancos irão rever suas expectativas em relação ao risco percebido de cada banco. Bancos cuja avaliação é próxima àquela do banco 1 serão mais prejudicados nesta reavaliação e o contrário: quanto mais distante de banco 1, menos afetados. Haverá uma corrida à moeda manual que poderá bastar para provocar a insolvência dos bancos de 2 a m , muito embora estes bancos estavam objetivamente solventes antes do evento. Ao contrário, um aumento no preço dos ativos provoca ondas de otimismo, resultando desse modo em entrada de novos bancos no sistema. Sob a hipótese de informação incompleta, choques positivos ou negativos resultam em magnificação dos resultados esperados.

Em termos gráficos o sistema se comporta como na figura A2.3. Em caso de completa ausência de informação, quando todos os bancos são tidos como igualmente arriscados (e $\theta = 0$), a falência de um banco provoca a falência de todos os bancos no sistema. A sobrevivência do banco 1, por outro lado, resulta em aumento na entrada de outros bancos.

Ao se incorporar no modelo a informação passada e a presente (do ano em curso), revelada pelos balanços dos bancos, nota-se o seguinte: já que z segue comportamento randômico ao redor de uma tendência estocástica, a estimativa ótima de z para o tempo t será a média exponencialmente ponderada dos valores passados desta variável. Assim:

$$(5) \quad \hat{z}_t = \varphi \sum_{i=0}^{\infty} (1 - \varphi)^i z_{t-i}$$

Pode ser demonstrado que o fator φ depende da razão das variâncias do processo randômico e da tendência subjacente.

Quanto mais acurado for o prognóstico proporcionado pelo comportamento das séries históricas, mais baixo será o valor a ser atribuído a φ e poderá ser atribuído um peso substancial aos valores de z do passado mais distante. Como, no limite $\varphi \rightarrow 0$, à toda a informação passada é atribuído peso igual. O contrário: quanto menor for a precisão obtida pelas séries históricas, maior será o valor ótimo de φ e haverá menor informação relevante nas estimativas dos valores passados de z . Assim, somente valores recentes de z seriam utilizados para a estimativa da segurança dos bancos. Como, no limite $\varphi \rightarrow 1$, somente as informações presentes são utilizadas e mesmo as estimativas mais recentes sobre o risco dos bancos serão desprezadas.

O valor de φ determina a reação de z a choques de preço dos ativos. Supondo-se que por um longo período z tenha variado randomicamente ao redor de uma constante \bar{z} de modo que $\hat{z} = \bar{z}$. Como novidade há boatos de que o banco está deslizando rumo a uma séria insolvência, \hat{z} cai e a extensão de sua queda dependerá do peso atribuído à informação recente. Se φ for grande, o reconhecimento da insolvência é instantâneo e os depositantes retiram seus depósitos. Se φ for baixo, a insolvência pode não ser percebida. Nesse caso os depositantes continuam a investir no banco, mas o nível de recursos investidos diminui. Como a insolvência persiste, o nível de risco percebido pelo banco aproxima-se do seu nível real negativo.

Uma recuperação do banco (do preço dos seus ativos) não será necessariamente acompanhada por igual retorno dos depositantes. Quanto mais longo for o período de insolvência e mais baixo o valor de φ , maior terá que ser a garantia exigida pelos depositantes para que eles voltem a avaliar o risco do banco de maneira positiva.

Esse efeito persistente produz assimetrias na reação do sistema bancário como um todo, em relação a valores em queda ou ascensão do preço dos ativos. Imaginando-se que o preço dos ativos de banco 1 caia em uma situação de informação incompleta descrita por parâmetro θ não nulo, uma quantidade (m) de bancos irá à falência.

Com a queda no valor dos ativos há uma reavaliação imediata do risco do banco, o que não ocorre se essa tendência de queda for revertida. O aumento do preço dos ativos não resulta na reavaliação imediata da solvência do banco. Ele continuará sendo percebido como insolvente ou mais arriscado do que os outros bancos. Isto é, a segurança que este banco oferece será subavaliada. A subavaliação do banco 1 afetará a avaliação de todos os outros bancos do sistema que permanecerão subavaliados (ou o seu risco será superavaliado).

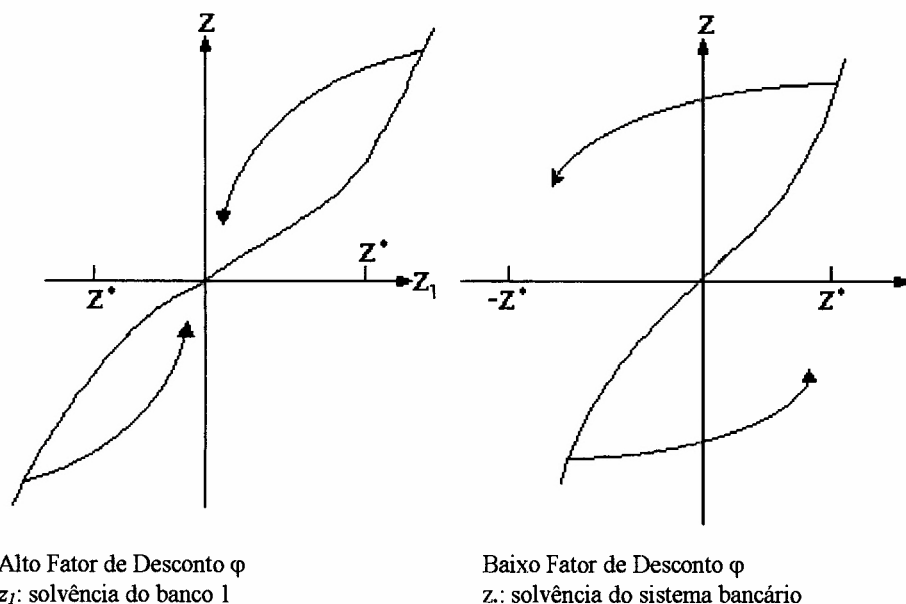
A recuperação de todo o sistema poderá se dar através de duas formas: pela simples passagem do tempo ou pelo aporte de recursos. No primeiro caso, o tempo apagará a memória sobre a falência do banco 1. Os bancos próximos, um a um, recuperam sua avaliação, a começar pelo banco (m). No caso alternativo de aporte de recursos, para cada nível de incerteza θ e cada fator φ haverá um valor correspondente de recursos (ou de aumento no preço dos ativos) que poderá resultar no retorno do sistema à solvência. O aporte exato de recursos necessários para o restabelecimento dependerá do montante do déficit inicial do banco 1 e do valor de θ (deverá ser tanto maior quanto maior for o valor atribuído a θ). E terá que ser tanto maior, quanto menor for o valor de φ . Se a memória não for apagada com facilidade, o auxílio necessário para o restabelecimento da confiança dos depositantes nos bancos será substancial.

No caso de aumento no preço dos ativos do banco 1, o raciocínio é semelhante. Um aumento no preço dos ativos provoca uma reavaliação positiva do risco dos depósitos e resulta em novas entradas no setor bancário. Esse movimento persiste, mesmo que haja uma revisão negativa do risco. A redução do sistema para seu tamanho original leva tempo, ou exige a falência do banco 1. Esses fatores de pessimismo e otimismo são representados graficamente na figura A2.4.

Após um choque no valor dos ativos de banco 1 de tamanho z^* no período t , para valores altos e para valores baixos de φ . O caminho de retorno exemplifica a ordenação dos valores de z no sistema e mostra implicitamente os bancos que vão à falência ou os que entram no mercado bancário — para vários níveis de solvência do banco 1 no tempo $t+1$.

Há assimetria no sistema, mas não uma catástrofe. Não se alcança nenhum ponto quando o estado de pessimismo ou otimismo for completamente revertido em função da precificação dos ativos do banco 1.

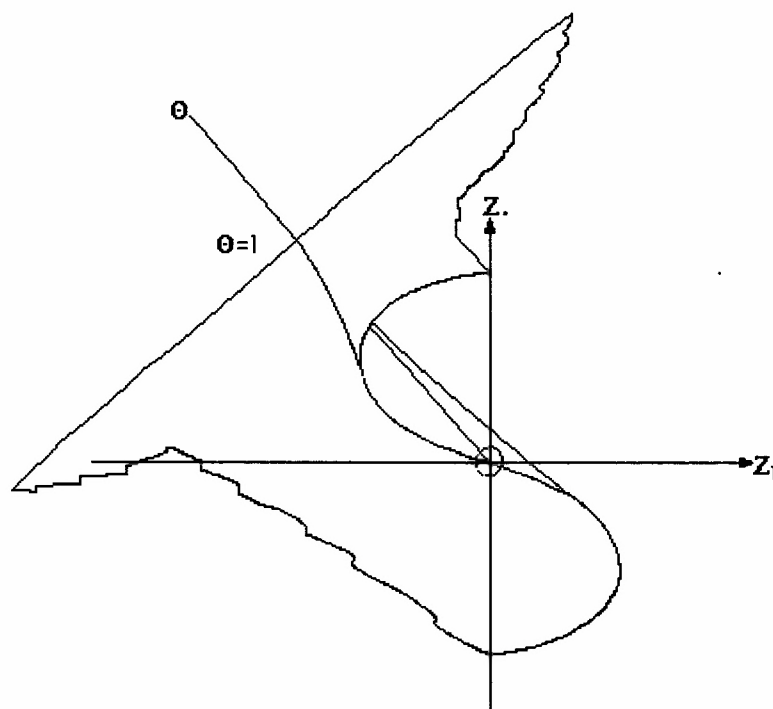
Figura A2.4 Insolvência do sistema bancário: caminhos alternativos para volta ao estado normal



Para se gerar uma catástrofe deverá se partir da hipótese de que o fator de confiança φ é uma variável sistemática. Especificamente, para cada distúrbio dado z^* , deverá haver um auxílio $k(\theta)z^*$, com $k < 0$ e $k' < 0$, que seja suficiente para persuadir os depositantes a esquecer o ocorrido. Na medida que $z \rightarrow \kappa(\theta)z^*$, $\varphi \rightarrow 1$, se z exceder $\kappa(\theta)z^*$ o auxílio será tratado enquanto um 'novo' choque e não somente haverá recuperação do banco 1, mas o sistema como um todo se expandirá por causa da recuperação da confiança na segurança dos bancos vizinhos (na avaliação) de 1.

Os estados prováveis do sistema (z), que se seguem ao choque z^* do banco 1, podem ser descritos por todos os valores do parâmetro θ na dobra da superfície da figura A2.5.

Figura A2.5 Caminhos para volta ao estado normal: representação catastrófica



z_1 : solvência do banco 1
 z : solvência do sistema bancário
 θ : parâmetro de informação

A2.3 ALTERNATIVAS DE POLÍTICA

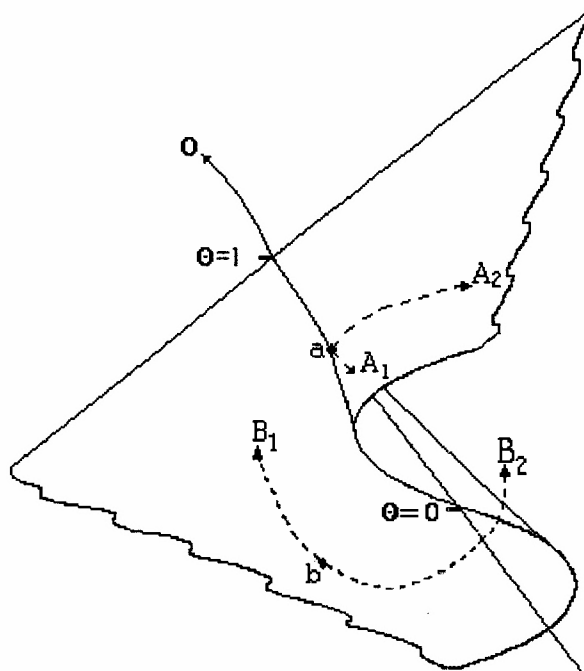
Batchelor parte do pressuposto de que há alternativas de políticas a ser adotadas que podem prevenir a catástrofe ou melhorar as suas conseqüências. Estas alternativas são graficamente descritas na figura A2.6. Supondo-se que o sistema se encontra na dobra da superfície no ponto *a*, onde a menor suspeita sobre uma queda no preço dos ativos do banco 1 poderá resultar em corrida bancária, envolvendo todo o sistema. Nesse caso, o sistema move-se para o ponto *b*. As autoridades monetárias contam com duas ações alternativas. Elas podem deixar que a catástrofe ocorra ou podem manter a confiança no sistema através de aporte de recursos nos bancos afetados.

Se adotarem a primeira hipótese, a extensão das perdas do sistema poderá ser reduzida pelas seguintes ações: (1) uma informação crescente sobre a verdadeira situação de solvência de todos os outros bancos no sistema que não foram afetados pela queda dos preços dos ativos do banco 1; ou (2) ou por um aporte de recursos no banco 1. O montante de recursos concedidos deve ser suficiente para recuperar a confiança dos depositantes de todo o sistema. Essas duas ações movem o sistema para os pontos B_1 e B_2 .

Se as autoridades escolherem a intervenção no mercado a fim de prevenir a ocorrência de uma crise catastrófica, eles terão duas opções também: (1) deverão agir no sentido de *reduzir* a informação sobre a posição real do banco afetado pela perda implícita no choque de queda dos ativos, pois quanto menores os boatos sobre a situação real do banco 1, menor será o peso atribuído à segurança deste banco e aos demais que o cercam; e (2) dar a assistência necessária — aporte direto de recursos para o banco

afetado. Este tipo de política de intervenção no sistema resulta em mudança na direção dos pontos A_1 e A_2 .

Figura A2.6 — Alternativas políticas para prevenção de crises (ou para melhora de suas consequências)



a : estado pré-catastrófico
 b : estado pós-catastrofe
 θ : parâmetro informativo.

Anexo 2

¹ Veja Batchelor, Roy (1986) "The Avoidance of Catastrophe: Two Nineteenth-century Banking Crises". In Capie and Wood eds. (1986) *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martins Press: 41-71.

² Idem, p. 59.

³ Idem, p. 41-71.

⁴ Idem, p. 56.

⁵ O autor nota que há outros modelos semelhantes nos quais a variável de separação pode ser o quadro de especuladores que negociam ações, cujos preços extrapolam os seus 'fundamentais'. Os fundamentais são os valores que expressam a avaliação dos balanços contábeis da empresa: ativos, patrimônio líquido, receitas, vendas, participação de mercado, conjuntura econômica, e como eles podem afetar o ramo da atuação da empresa. A partir dessa análise, avaliam-se o lucro e a rentabilidade esperadas. O cálculo dos 'fundamentais' indica a avaliação relativa, isto é, a sub ou superavaliação das ações de uma empresa em particular em relação à precificação média corrente das ações em bolsa.

Tabela A3.1 USA

US\$ Bilhões

Line	1	2	20	29	9	17	(2/1)	(20/1)	(29/1)	(9/1)	(17/1)	(9+17/1)
ANO	RN	S&W	Lucros	Juros	Pr	Prop	%	%	%	%	%	%
1929	85,3	51,1	10,2	4,6	14,5	4,9	59,9	12,0	5,4	17,0	5,7	22,7
1930	74,1	46,8	6,9	4,8	11,4	4,2	63,2	9,3	6,5	15,4	5,7	21,1
1931	59,0	39,8	2,4	4,8	8,7	3,4	67,5	4,1	8,1	14,7	5,8	20,5
1932	42,8	31,1	-0,7	4,4	5,3	2,7	72,7	-1,6	10,3	12,4	6,3	18,7
1933	40,2	29,6	-0,7	3,9	5,5	2,0	73,6	-1,7	9,7	13,7	5,0	18,7
1934	49,0	34,3	1,9	3,9	7,3	1,6	70,0	3,9	8,0	14,9	3,3	18,2
1935	56,7	37,3	3,4	3,9	10,4	1,6	65,8	6,0	6,9	18,3	2,8	21,2
1936	64,6	43,0	5,6	3,7	10,7	1,7	66,6	8,7	5,7	16,6	2,6	19,2
1937	72,7	47,9	6,4	3,6	12,9	1,9	65,9	8,8	5,0	17,7	2,6	20,4
1938	66,2	45,0	4,3	3,5	11,0	2,4	68,0	6,5	5,3	16,6	3,6	20,2
1939	71,6	48,2	5,9	3,5	11,5	2,6	67,3	8,2	4,9	16,1	3,6	19,7
1940	79,9	52,2	9,2	3,2	12,6	2,7	65,3	11,5	4,0	15,8	3,4	19,1
1941	103,1	64,8	14,8	3,2	17,1	3,2	62,9	14,4	3,1	16,6	3,1	19,7
1942	136,5	85,4	20,1	3,1	23,9	4,1	62,6	14,7	2,3	17,5	3,0	20,5
1943	170,0	109,6	24,3	2,7	28,8	4,6	64,5	14,3	1,6	16,9	2,7	19,6
1944	182,8	121,2	24,4	2,3	30,0	4,8	66,3	13,3	1,3	16,4	2,6	19,0
1945	181,8	123,3	19,8	2,1	31,5	5,0	67,8	10,9	1,2	17,3	2,8	20,1
1946	180,9	119,7	17,2	1,8	36,4	5,8	66,2	9,5	1,0	20,1	3,2	23,3
1947	196,9	130,1	23,1	2,4	35,5	5,8	66,1	11,7	1,2	18,0	2,9	21,0
1948	221,8	142,1	30,5	2,4	40,4	6,3	64,1	13,8	1,1	18,2	2,8	21,1
1949	215,6	142,0	28,4	2,7	35,8	6,7	65,9	13,2	1,3	16,6	3,1	19,7
1950	240,0	155,4	35,2	3,0	38,8	7,6	64,8	14,7	1,3	16,2	3,2	19,3
1951	277,7	181,6	40,2	3,5	44,0	8,4	65,4	14,5	1,3	15,8	3,0	18,9
1952	292,1	196,3	38,0	3,8	44,4	9,5	67,2	13,0	1,3	15,2	3,3	18,5
1953	307,0	210,5	38,1	4,5	43,3	10,7	68,6	12,4	1,5	14,1	3,5	17,6
1954	307,0	209,3	37,2	5,4	43,4	11,6	68,2	12,1	1,8	14,1	3,8	17,9
1955	337,1	225,9	47,7	6,1	45,3	12,0	67,0	14,2	1,8	13,4	3,6	17,0
1956	357,2	244,7	46,4	6,8	46,9	12,4	68,5	13,0	1,9	13,1	3,5	16,6
1957	373,7	257,7	46,0	7,9	48,9	13,1	69,0	12,3	2,1	13,1	3,5	16,6
1958	376,0	259,8	41,2	9,7	51,4	13,9	69,1	11,0	2,6	13,7	3,7	17,4
1959	410,1	281,3	52,3	10,2	51,7	14,7	68,6	12,8	2,5	12,6	3,6	16,2
1960	425,7	296,7	50,7	11,2	51,9	15,3	69,7	11,9	2,6	12,2	3,6	15,8
1961	440,5	305,6	51,6	13,1	54,3	15,8	69,4	11,7	3,0	12,3	3,6	15,9
1962	474,5	327,4	59,6	14,6	56,4	16,5	69,0	12,6	3,1	11,9	3,5	15,4
1963	501,5	345,5	65,1	16,1	57,7	17,1	68,9	13,0	3,2	11,5	3,4	14,9
1964	539,1	371,0	72,1	18,2	60,5	17,3	68,8	13,4	3,4	11,2	3,2	14,4
1965	586,9	399,8	82,9	21,1	65,0	18,0	68,1	14,1	3,6	11,1	3,1	14,1
1966	643,7	443,0	88,6	24,3	69,4	18,5	68,8	13,8	3,8	10,8	2,9	13,7
1967	679,9	475,5	86,0	28,1	70,9	19,4	69,9	12,6	4,1	10,4	2,9	13,3
1968	741,0	524,7	92,9	30,4	75,1	18,2	70,8	12,5	4,1	10,1	2,5	12,6
1969	798,6	578,4	89,6	33,6	78,9	18,0	72,4	11,2	4,2	9,9	2,3	12,1
1970	833,5	618,3	77,5	40,0	79,9	17,8	74,2	9,3	4,8	9,6	2,1	11,7
1971	899,5	659,4	90,3	45,4	86,2	18,2	73,3	10,0	5,0	9,6	2,0	11,6
1972	992,9	726,2	103,2	49,3	97,4	16,8	73,1	10,4	5,0	9,8	1,7	11,5
1973	1119,5	812,8	116,4	56,5	116,5	17,3	72,6	10,4	5,0	10,4	1,5	12,0
1974	1198,8	891,3	104,6	71,8	115,3	15,8	74,3	8,7	6,0	9,6	1,3	10,9
1975	1285,3	948,7	121,9	80,0	121,2	13,5	73,8	9,5	6,2	9,4	1,1	10,5
1976	1435,5	1058,3	147,1	85,1	132,9	12,1	73,7	10,2	5,9	9,3	0,8	10,1
1977	1609,1	1177,3	175,7	100,7	146,4	9,0	73,2	10,9	6,3	9,1	0,6	9,7
1978	1829,8	1333,0	199,7	120,5	167,7	8,9	72,8	10,9	6,6	9,2	0,5	9,7
1979	2038,9	1496,4	202,4	149,9	181,8	8,4	73,4	9,9	7,4	8,9	0,4	9,3
1980	2198,2	1644,4	177,6	191,2	171,8	13,2	74,8	8,1	8,7	7,8	0,6	8,4
1981	2432,5	1815,5	182,0	233,4	180,8	20,8	74,6	7,5	9,6	7,4	0,9	8,3
1982	2522,5	1916,0	151,5	262,4	170,7	21,9	76,0	6,0	10,4	6,8	0,9	7,6
1983	2720,8	2029,4	212,7	270,0	186,7	22,1	74,6	7,8	9,9	6,9	0,8	7,7
1984	3058,3	2226,9	264,2	307,9	236,0	23,3	72,8	8,6	10,1	7,7	0,8	8,5
1985	3268,4	2382,8	280,8	326,2	259,9	18,7	72,9	8,6	10,0	8,0	0,6	8,5
1986	3437,9	2523,8	271,6	350,2	283,7	8,7	73,4	7,9	10,2	8,3	0,3	8,5
1987	3692,3	2698,7	319,8	360,4	310,2	3,2	73,1	8,7	9,8	8,4	0,1	8,5
1988	4002,6	2921,3	365,0	387,7	324,3	4,3	73,0	9,1	9,7	8,1	0,1	8,2
1989	4244,7	3101,3	351,7	452,6	347,0	-7,9	73,1	8,3	10,7	8,2	-0,2	8,0
1990	4459,6	3290,3	318,9	490,1	373,2	-12,9	73,8	7,2	11,0	8,4	-0,3	8,1
1991	4542,5	3388,2	307,1	480,2	379,7	-12,7	74,6	6,8	10,6	8,4	-0,3	8,1

Valores nominais, preços correntes; RN = Renda Nacional; S&W = Salários, ordenados e despesas com a previdência (Renda do trabalho); Lucros = Lucros Corporate; Juros = Renda de Juros; PR = Renda dos Proprietários; Prop. = Renda da Propriedade.

Tabela A3.2 USA

US\$ Bilhões

ANO	T1-91-4	T1-11-1	T1-98	T1-11-2	T5-21-1	T1-91-2	T1-11-19	T5-21-2	T5-21-3	IPNB
	PNB	PIB	PNL	C	I	M-X	G	CKf	Iliq	%
1929	103,9	103,1	93,2	77,5	16,7	1,1	8,6	9,9	6,7	6,4
1930	91,1	90,4	80,6	70,2	10,6	1,0	9,2	9,7	0,9	1,0
1931	76,3	75,8	66,7	60,7	5,9	0,5	9,2	9,1	-3,2	-4,2
1932	58,3	58,0	50,0	48,7	1,1	0,4	8,1	7,9	-6,8	-11,7
1933	55,9	55,6	48,0	45,9	1,7	0,4	7,9	7,6	-6,0	-10,7
1934	65,4	65,1	57,2	51,4	3,7	0,6	9,7	7,9	-4,2	-6,4
1935	72,7	72,3	64,5	55,9	6,7	0,1	10,0	7,9	-1,2	-1,7
1936	83,0	82,7	74,7	62,2	8,7	0,1	12,1	8,0	0,7	0,8
1937	91,2	90,8	81,9	66,8	12,2	0,4	11,7	8,9	3,3	3,6
1938	85,3	84,9	75,8	64,2	7,1	1,3	12,7	9,1	-2,0	-2,3
1939	91,3	90,8	81,8	67,2	9,3	1,2	13,5	9,0	0,3	0,3
1940	100,4	100,0	90,7	71,2	13,6	1,8	13,8	9,4	4,3	4,3
1941	125,5	125,0	114,8	81,0	18,2	1,4	24,8	10,2	8,0	6,4
1942	159,0	158,5	147,3	88,9	10,5	0,2	59,5	11,2	-0,8	-0,5
1943	192,8	192,4	180,8	99,7	6,1	-1,9	88,9	11,6	-5,5	-2,9
1944	211,5	211,0	199,1	108,5	7,8	-1,7	96,9	11,9	-4,1	-1,9
1945	213,5	213,1	200,8	119,9	10,9	-0,5	83,3	12,4	-1,5	-0,7
1946	212,6	211,9	197,7	144,3	31,3	7,8	29,2	14,2	17,1	8,0
1947	235,5	234,3	216,7	162,3	35,0	11,9	26,2	17,6	17,4	7,4
1948	261,8	260,3	239,9	175,4	48,1	6,9	31,4	20,4	27,7	10,6
1949	260,7	259,3	237,4	178,9	36,7	6,5	38,5	21,9	14,8	5,7
1950	288,5	287,0	263,4	192,7	54,2	2,2	39,5	23,6	30,6	10,6
1951	333,6	331,6	304,5	208,7	60,3	4,4	60,2	27,1	33,2	10,0
1952	352,8	349,7	320,5	219,7	54,0	3,1	74,9	29,1	24,9	7,1
1953	372,0	370,0	339,1	233,5	56,3	1,2	81,0	30,9	25,4	6,8
1954	373,1	370,9	338,5	240,7	53,8	2,5	76,0	32,4	21,4	5,7
1955	406,8	404,3	369,9	259,1	69,0	2,9	75,8	34,4	34,6	8,5
1956	429,1	426,2	388,2	271,9	72,2	5,2	79,8	38,1	34,1	7,9
1957	451,8	448,6	407,5	286,7	70,6	7,1	87,4	41,1	29,5	6,5
1958	457,5	454,7	412,0	296,3	64,5	3,2	93,5	43,2	21,3	4,7
1959	497,0	494,2	449,6	318,1	78,8	1,2	99,0	44,6	34,2	6,9
1960	516,6	513,4	467,0	332,4	78,7	5,6	99,8	46,3	32,4	6,3
1961	535,4	531,8	484,1	343,5	77,9	7,0	107,0	47,6	30,3	5,7
1962	575,8	571,6	522,3	364,4	87,9	6,7	116,8	49,3	38,6	6,7
1963	607,7	603,1	551,8	384,2	93,4	7,9	122,3	51,4	42,0	6,9
1964	653,0	648,0	594,1	412,5	101,7	10,5	128,3	53,9	47,8	7,3
1965	708,1	702,7	645,3	444,6	118,0	9,3	136,3	57,3	60,7	8,6
1966	774,9	769,8	707,6	481,6	130,4	7,0	155,9	62,1	68,3	8,8
1967	819,8	814,3	746,9	509,3	128,0	6,9	175,6	67,4	60,6	7,4
1968	895,5	889,3	815,4	559,1	139,9	4,9	191,5	73,9	66,0	7,4
1969	965,6	959,5	878,0	603,7	155,2	4,9	201,8	81,5	73,7	7,6
1970	1017,1	1010,7	921,9	646,5	150,3	7,6	212,7	88,8	61,5	6,0
1971	1104,9	1097,2	999,6	700,3	175,5	4,7	224,3	97,5	78,0	7,1
1972	1215,7	1207,0	1097,0	767,8	205,6	0,7	241,5	109,9	95,7	7,9
1973	1362,3	1349,6	1229,2	848,1	243,1	13,3	257,7	120,4	122,7	9,0
1974	1474,3	1458,6	1318,4	927,7	245,8	12,6	288,3	140,3	105,5	7,2
1975	1599,1	1585,9	1420,7	1024,9	226,0	26,8	321,4	165,1	60,9	3,8
1976	1785,5	1768,4	1585,6	1143,1	286,4	14,8	341,3	182,8	103,6	5,8
1977	1994,6	1974,1	1768,9	1271,5	358,3	-3,2	368,0	205,2	153,1	7,7
1978	2254,5	2232,7	1997,9	1421,2	434,0	-4,3	403,6	234,7	199,3	8,8
1979	2520,8	2488,6	2216,2	1583,7	480,2	8,3	448,5	272,4	207,8	8,2
1980	2742,1	2708,0	2396,2	1748,1	467,6	19,3	507,1	311,9	155,7	5,7
1981	3063,8	3030,6	2668,2	1926,2	558,0	18,5	561,1	362,4	195,6	6,4
1982	3179,8	3149,6	2750,5	2059,2	503,4	9,6	607,6	399,1	104,3	3,3
1983	3434,4	3405,0	2986,6	2257,5	546,7	-22,1	652,3	418,5	128,2	3,7
1984	3801,5	3777,2	3344,0	2460,3	718,9	-78,4	700,8	433,3	285,6	7,5
1985	4053,6	4038,7	3584,2	2667,4	714,5	-100,7	772,3	454,5	260,0	6,4
1986	4277,7	4268,6	3790,1	2850,6	717,6	-123,5	833,0	478,5	239,1	5,6
1987	4544,5	4539,9	4037,8	3052,2	749,3	-138,5	881,5	502,2	247,1	5,4
1988	4908,2	4900,4	4366,4	3296,1	793,6	-100,2	918,7	534,0	259,6	5,3
1989	5248,2	5250,8	4673,7	3517,9	837,6	-82,9	971,4	574,5	251,9	4,8
1990	5524,5	5522,2	4929,8	3742,6	802,6	-74,4	1042,9	594,8	196,7	3,6
1991	5685,8	5677,5	5062,8	3889,1	726,7	-30,7	1087,5	622,9	95,0	1,7

Valores nominais, preços correntes; CKf = Consumo de Capital Fixo; Iliq = Investimento líquido.

Tabela A3.3 Moeda USA 1929-58

US\$ Bilhões

	1	2	3	4	5	6	7
ANO	PNB	PM	DV	DP	DEP	POUP	PP
1929	103,9	3,9	22,7	20,0	42,7	14,8	6,0
1930	91,1	3,7	22,0	20,0	42,0	15,4	6,3
1931	76,3	4,2	20,0	18,6	38,5	15,9	6,1
1932	58,3	4,9	16,2	14,9	31,1	15,5	5,6
1933	55,9	5,1	14,8	12,3	27,1	14,7	5,0
1934	65,4	4,6	17,2	12,5	29,7	14,2	4,6
1935	72,7	4,8	21,1	13,2	34,3	14,1	4,4
1936	83,0	5,2	24,3	13,9	38,3	14,2	4,2
1937	91,2	5,6	25,3	14,8	40,1	14,3	4,1
1938	85,3	5,6	25,0	15,0	40,0	14,3	4,1
1939	91,3	6,0	28,1	15,1	43,2	14,5	4,1
1940	100,4	6,8	32,9	15,6	48,4	14,8	4,2
1941	125,5	8,4	38,1	16,0	54,1	15,1	4,5
1942	159,0	11,5	43,8	15,8	59,6	15,2	4,8
1943	192,8	16,4	55,9	17,7	73,6	16,3	5,2
1944	211,5	21,2	64,1	21,5	85,6	18,4	5,9
1945	213,5	25,3	73,9	27,4	101,3	21,2	6,8
1946	212,6	26,5	80,0	32,3	112,3	24,1	8,0
1947	235,5	26,6	85,2	34,2	119,4	26,5	9,2
1948	261,8	26,1	86,2	35,8	122,0	28,5	10,4
1949	260,7	25,5	85,7	36,3	122,0	30,6	11,7
1950	288,5	25,1	89,1	36,7	125,8	33,0	13,3
1951	333,6	25,5	93,7	37,2	130,9	35,2	14,9
1952	352,8	26,7	98,5	39,7	138,2	39,3	17,6
1953	372,0	27,8	100,6	42,9	143,5	44,5	21,0
1954	373,1	27,5	102,8	46,9	149,6	50,3	25,0
1955	406,8	27,6	106,8	49,3	156,0	56,8	29,6
1956	429,1	28,0	108,1	50,9	158,9	63,5	34,5
1957	451,8	28,3	108,5	55,1	163,6	70,0	39,3
1958	457,5	28,4	110,0	62,8	172,8	77,5	44,7

PM = Papel moeda; DV = Depósitos à Vista; DP = Depósitos a Prazo;
 DEP = DV + DP; POUP = Depósitos de Poupança;
 PP = Depósitos em Poupança Postal. Estoques no final de ano.

Tabela A3.4 Moeda — USA 1959-1994

US\$ Bilhões

ANO	1	2	3	4	5	6	(2/1)	(3/1)	(4/1)	(5/1)	(6/1)
ANO	PNB	M ₁	M ₂	M ₃	L	Dsnf	%	%	%	%	%
1959	497,0	140,0	297,8	299,8	388,7	682,4	28,17	59,92	60,32	78,21	137,30
1960	516,6	140,7	312,4	315,3	403,7	717,1	27,24	60,47	61,03	78,15	138,81
1961	535,4	145,2	335,5	341,1	430,8	759,5	27,12	62,66	63,71	80,46	141,86
1962	575,8	147,9	362,7	371,5	466,1	811,6	25,69	62,99	64,52	80,95	140,95
1963	607,7	153,4	393,3	406,1	503,8	866,6	25,24	64,72	66,83	82,90	142,60
1964	653,0	160,4	424,8	442,5	540,4	929,7	24,56	65,05	67,76	82,76	142,37
1965	708,1	167,9	459,4	482,3	584,5	997,9	23,71	64,88	68,11	82,54	140,93
1966	774,9	172,1	480,0	505,1	614,8	1065,5	22,21	61,94	65,18	79,34	137,50
1967	819,8	183,5	524,4	557,1	666,6	1140,9	22,38	63,97	67,96	81,31	139,17
1968	895,5	197,5	566,4	606,3	729,0	1234,3	22,05	63,25	67,71	81,41	137,83
1969	965,6	204,0	589,6	615,1	763,6	1324,7	21,13	61,06	63,70	79,08	137,19
1970	1017,1	214,5	628,1	677,4	816,2	1414,8	21,09	61,75	66,60	80,25	139,10
1971	1104,9	228,4	712,7	776,2	903,1	1546,3	20,67	64,50	70,25	81,74	139,95
1972	1215,7	249,4	805,3	886,1	1023,1	1701,5	20,51	66,24	72,89	84,16	139,96
1973	1362,3	263,0	861,0	985,1	1142,6	1889,8	19,31	63,20	72,31	83,87	138,72
1974	1474,3	274,4	908,5	1070,4	1250,3	2061,2	18,61	61,62	72,60	84,81	139,81
1975	1599,1	287,6	1023,2	1172,2	1367,0	2241,9	17,99	63,99	73,30	85,49	140,20
1976	1785,5	306,5	1163,7	1311,9	1516,7	2480,7	17,17	65,18	73,48	84,95	138,94
1977	1994,6	331,5	1286,8	1472,9	1705,5	2793,4	16,62	64,51	73,84	85,51	140,05
1978	2254,5	358,8	1389,2	1647,1	1911,2	3166,1	15,91	61,62	73,06	84,77	140,43
1979	2520,8	386,1	1500,3	1806,7	2119,6	3546,1	15,32	59,52	71,67	84,08	140,67
1980	2742,1	412,2	1633,3	1991,1	2327,8	3881,9	15,03	59,56	72,61	84,89	141,57
1981	3063,8	439,1	1795,9	2236,9	2599,4	4269,0	14,33	58,62	73,01	84,84	139,34
1982	3179,8	476,4	1954,5	2443,8	2853,5	4660,0	14,98	61,47	76,85	89,74	146,55
1983	3434,4	522,1	2186,0	2694,3	3155,5	5185,4	15,20	63,65	78,45	91,88	150,98
1984	3801,5	551,9	2367,2	2982,3	3523,4	5932,7	14,52	62,27	78,45	92,68	156,06
1985	4053,6	620,5	2567,4	3201,7	3830,6	6741,5	15,31	63,34	78,98	94,50	166,31
1986	4277,7	725,9	2811,2	3494,9	4137,1	7597,0	16,97	65,72	81,70	96,71	177,60
1987	4544,5	766,2	2923,0	3690,3	4352,8	8316,1	16,86	64,32	81,20	95,78	182,99
1988	4908,2	804,2	3083,3	3931,5	4691,8	9093,2	16,38	62,82	80,10	95,59	185,27
1989	5266,8	775,8	3069,6	4039,6	4794,7	9775,9	14,73	58,28	76,70	91,04	185,61
1990	5542,9	783,3	3217,0	4092,8	4932,2	10421,2	14,13	58,04	73,84	88,98	188,01
1991	5694,9	897,3	3457,9	4176,0	4989,8	11335,6	15,76	60,72	73,33	87,62	199,05
1992	6255,5	1024,4	3515,3	4182,9	5059,3	11878,1	16,38	56,20	66,87	80,88	189,88
1993	6393,7	1128,6	3583,6	4242,3	5145,7	12514,2	17,65	56,05	66,35	80,48	195,73
1994	6596,6	1148,0	3616,9	4303,9	5269,7	13150,8	17,40	54,83	65,24	79,89	199,36

M₁, M₂, M₃ e L: Estoques no final de ano. Dsnf = Dívida do setor não financeiro.

Tabela A3.5 USA

US\$ Bilhões

ANO	T1-16L28 Lnfin	T1-16L25 Jnfin	T1-16L20 Depreciação	Coertura Desp. Fin. (1+2+3)/2
	1	2	3	
1929	8,8	1,4	5,3	11,1
1930	3,5	1,6	5,2	6,4
1931	-0,1	1,8	4,8	3,6
1932	-2,0	1,7	4,3	2,4
1933	1,0	1,7	4,2	4,1
1934	2,3	1,7	4,3	4,9
1935	3,3	1,6	4,3	5,8
1936	5,8	1,6	4,3	7,3
1937	6,2	1,6	4,8	7,9
1938	3,1	1,5	4,9	6,3
1939	6,3	1,5	4,8	8,4
1940	9,0	1,4	5,0	11,0
1941	16,7	1,3	5,4	18,0
1942	20,3	1,3	6,0	21,2
1943	23,7	1,1	6,1	28,1
1944	22,3	1,0	6,2	29,5
1945	17,9	1,0	6,3	25,2
1946	21,1	0,7	7,4	41,7
1947	29,2	0,8	9,0	48,8
1948	31,9	0,9	10,2	47,8
1949	25,2	1,0	11,2	37,4
1950	38,7	0,9	12,1	57,4
1951	39,4	1,1	13,9	49,5
1952	34,0	1,2	14,9	41,8
1953	35,1	1,3	15,9	40,2
1954	32,4	1,6	16,8	31,8
1955	42,3	1,6	17,8	38,6
1956	42,2	1,8	20,1	35,6
1957	40,2	2,2	22,1	29,3
1958	34,2	2,7	23,1	22,2
1959	43,6	3,1	24,2	22,9
1960	40,3	3,5	25,2	19,7
1961	40,1	4,0	26,0	17,5
1962	45,0	4,5	26,9	17,0
1963	49,8	4,8	28,1	17,2
1964	56,0	5,3	29,5	17,1
1965	66,2	6,1	31,5	17,0
1966	71,4	7,4	34,3	15,3
1967	67,5	8,8	37,5	12,9
1968	74,0	10,1	41,4	12,4
1969	70,8	13,2	45,3	9,8
1970	58,1	17,1	49,8	7,3
1971	67,1	18,1	54,6	7,7
1972	78,6	19,2	61,0	8,3
1973	98,6	22,5	66,2	8,3
1974	109,6	28,3	77,5	7,6
1975	109,9	28,7	93,3	8,1
1976	137,3	27,5	103,8	9,8
1977	158,6	30,6	116,2	10,0
1978	183,5	36,3	132,3	9,7
1979	195,5	45,1	153,0	8,7
1980	181,6	58,2	174,8	7,1
1981	181,0	71,9	207,0	6,4
1982	132,9	82,5	229,4	5,4
1983	155,9	76,7	242,1	6,2
1984	189,0	87,9	248,1	6,0
1985	165,5	90,7	258,0	5,7
1986	149,1	98,3	271,4	5,3
1987	212,0	105,8	281,4	5,7
1988	256,6	121,6	297,5	5,6
1989	232,9	146,6	317,4	4,8
1990	232,9	149,0	329,3	4,8
1991	218,1	143,4	341,2	4,9
1992	257,8	133,7	366,7	5,7
1993	303,7	104,2	376,1	7,5
1994	372,5	99,6	390,1	8,7

Lnfin = Lucro das empresas não financeiras; Jnfin = Juros pagos pelas empresas não financeiras; Coertura Desp. Fin. = Coertura das despesas financeiras.

Tabela A3.J1 JAPÃO

Ienes Bilhões

	1	2	3	(2/1)	(3/1)	(2+3)/1
ANO	PNB	PM	DEP	%	%	%
1940	39,4	4,8	34,3	12,1	87,0	99,1
1941	44,9	6,0	41,5	13,3	92,5	105,8
1942	54,4	7,1	50,0	13,1	92,0	105,1
1943	63,8	10,3	56,3	16,1	88,3	104,4
1944	74,5	17,7	77,9	23,8	104,6	128,4
1946	474,0	93,3	144,8	19,7	30,5	50,2
1947	1308,7	219,1	234,3	16,7	17,9	34,6
1948	2666,1	355,2	505,3	13,3	19,0	32,3
1949	3375,2	355,3	792,0	10,5	23,5	34,0

PNB: Valores nominais, preços correntes.

PM = Papel Moeda; DEP = Depósitos à Vista e a Prazo; PM e DEP: Estoques no final de ano.

Tabela A3.J2 Japão

ANO	Índices Bilhões					
	1	2	3	(2/1)	(3/1)	(2+3/1)
	RN	PM	DEP	%	%	%
1924	13,7	1,662	10,232	12,1	74,7	86,8
1925	14,3	1,631	10,821	11,4	75,7	87,1
1926	13,3	1,569	11,272	11,8	84,5	96,2
1927	13,1	1,682	11,247	12,9	86,2	99,1
1928	13,5	1,739	11,691	12,9	86,8	99,7
1929	13,9	1,641	11,972	11,8	85,9	97,6
1930	11,7	1,436	11,546	12,3	98,7	111,0
1931	10,5	1,330	11,093	12,7	105,6	118,3
1932	11,3	1,426	11,445	12,6	101,3	113,9
1933	12,4	1,544	12,049	12,5	97,2	109,6
1934	13,1	1,627	12,775	12,4	97,5	109,9
1935	14,4	1,766	13,626	12,3	94,6	106,9
1936	15,5	1,865	14,726	12,0	95,0	107,0
1937	18,6	2,305	16,405	12,4	88,2	100,6
1938	20,0	2,754	20,716	13,8	103,6	117,4
1939	25,4	3,679	27,626	14,5	108,8	123,2
1940	31,0	4,777	34,284	15,4	110,6	126,0
1941	35,8	5,978	41,518	16,7	116,0	132,7
1942	42,1	7,148	50,041	17,0	118,9	135,8
1943	48,4	10,266	56,328	21,2	116,4	137,6
1944	56,9	17,745	77,926	31,2	137,0	168,1
1946	360,9	93,3	144,8	25,9	40,1	66,0
1947	968,0	219,1	234,3	22,6	24,2	46,8
1948	1961,6	355,2	505,3	18,1	25,8	43,9
1949	2737,3	355,3	792,0	13,0	28,9	41,9
1950	3381,5	422,0	1048,5	12,5	31,0	43,5
1951	4347,5	506,3	1506,3	11,6	34,6	46,3
1952	4959,0	576,4	2223,8	11,6	44,8	56,5
1953	5647,0	628,8	2707,6	11,1	47,9	59,1
1954	5984,4	622,0	3036,6	10,4	50,7	61,1
1955	6534,6	673,8	3724,3	10,3	57,0	67,3
1956	7386,3	784,8	4764,2	10,6	64,5	75,1
1957	8269,4	837,1	5504,8	10,1	66,6	76,7
1958	8359,1	891,0	6484,0	10,7	77,6	88,2
1959	9672,5	1029,4	7413,6	10,6	76,6	87,3
1960	11557,3	1234,1	8872,2	10,7	76,8	87,4
1961	13759,6	1480,1	10323,4	10,8	75,0	85,8
1962	15399,6	1745,9	12118,7	11,3	78,7	90,0
1963	17703,0	2057,4	15648,1	11,6	88,4	100,0
1964	20046,9	2298,8	17846,2	11,5	89,0	100,5

Valores nominais, preços correntes; RN = Renda Nacional: até 1930 estimativa de Yuzo Yamada.

1931-1964 Contabilidade Nacional.

PM = Papel Moeda (total emitido e em circulação); DEP = Depósitos à vista e a prazo.

PM e DEP: Estoques no final de ano.

Tabela A3.J3 Japão

Ienes Bilhões

	1	2	3	4	2/1	3/1	4/1
ANO	PIB	M ₁	M ₂ +cd	M ₃ +cd	%	%	%
1965	32 866	10 287	25 394		31,3	77,3	
1968	52 825	15 155	39 154		28,7	74,1	
1969	62 066	18 283	46 400		29,5	74,8	
1970	73 345	21 360	54 237		29,1	73,9	
1971	80 592	27 693	67 398	93 012	34,4	83,6	115,4
1972	92 401	34 526	84 040	116 251	37,4	91,0	125,8
1973	112 520	40 312	98 189	138 135	35,8	87,3	122,8
1974	133 997	44 951	109 494	157 029	33,6	81,7	117,2
1975	148 327	49 948	125 330	182 865	33,7	84,5	123,3
1976	166 573	56 179	142 248	211 099	33,7	85,4	126,7
1977	185 622	60 787	158 033	239 483	32,8	85,1	129,0

Tabela A3.J4 Japão

Ienes Bilhões

	1	2	3	(2/1)	(3/1)	(2+3/1)
ANO	PNB	CP	CG	%	%	%
1942	54,4	26,7	26,4	49,1	48,4	97,5
1943	63,8	32,4	33,4	50,7	52,4	103,1
1944	74,5	51,2	42,9	68,7	57,6	126,3
1946	474,0	146,4	58,8	30,9	12,4	43,3
1947	1308,7	168,2	83,6	12,9	6,4	19,2
1948	2666,1	381,3	117,0	14,3	4,4	18,7
1949	3375,2	679,0	106,1	20,1	3,1	23,3
1950	3946,7	994,7	134,5	25,2	3,4	28,6

CP = Crédito ao Setor Privado; CG = Crédito ao Governo Central.
 Estoques no final de ano.

Tabela A3.J5 Japão

Dívida pública e a sua relação com a receita governamental e com o produto o país

Ienes Bilhões

0	1	2	3	(3/2)	(3/1)	D/Receita
ANO	PNB	RN	DGC	%	%	
1920		13,2	4,0	30,5		203,3
1921		12,1	4,3	35,9		209,6
1922		12,1	4,6	38,0		220,5
1923		12,1	5,1	41,7		246,9
1924		13,7	5,2	37,7		242,7
1925		14,3	5,4	38,0		262,1
1926		13,3	5,6	42,2		273,7
1927		13,1	6,0	45,9		290,2
1928		13,5	6,5	47,9		321,5
1929		13,9	6,6	47,2		360,1
1930	13,9	11,7	6,8	58,5	49,2	428,5
1931	12,5	10,5	7,1	67,1	56,4	460,7
1932	13,0	11,3	7,9	70,0	60,8	386,8
1933	14,3	12,4	8,9	71,9	62,3	382,4
1934	15,7	13,1	9,8	74,7	62,3	435,2
1935	16,7	14,4	10,5	73,1	63,0	465,9
1936	17,8	15,5	11,3	72,9	63,5	476,5
1937	23,4	18,6	13,4	71,8	57,1	458,5
1938	26,8	20,0	17,9	89,6	66,9	498,5
1939	33,1	25,4	23,6	92,8	71,2	474,2
1940	39,4	31,0	31,0	100,0	78,7	481,0
1941	44,9	53,8	41,8	77,7	93,1	485,8
1942	54,4	42,1	57,2	135,7	105,1	621,8
1943	63,8	48,4	85,1	175,8	133,4	607,5
1944	74,5	56,9	152,0	267,0	204,0	722,2
1946	474,0	360,9	265,3	73,5	56,0	223,2
1947	1308,7	968,0	360,6	37,3	27,6	168,2
1948	2266,1	1961,6	524,4	26,7	23,1	103,2
1949	3375,2	2737,3	637,3	23,3	18,9	84,0
1950	3946,7	3381,5	554,0	16,4	14,0	77,3

DGC = Dívida Pública, Valores nominais; Até 1930, Renda Nacional (RN): Estimativa de Yuzo Yamada). 1930-50 Contabilidade Nacional.

Tabela A3.J6 Japão

Íenes Bilhões

ANO	1	2	3	4	5	6	(2/1)	(3/1)	(4/1)	(5/1)	(6/1)	(3+4+5+6)/1
ANO	PIB	R	CExport	CGC	CGL	CP	%	%	%	%	%	%
1974	133997	3547,0	4030,1	4096,3	3990,9	116122,1	2,6	3,0	3,1	3,0	86,7	95,7
1975	148327	3277,2	3987,6	6834,8	4788,4	130040,8	2,2	2,7	4,6	3,2	87,7	98,2
1976	166573	3274,8	4402,6	12230,2	5272,2	145037,0	2,0	2,6	7,3	3,2	87,1	100,2
1977	185622	3359,6	4452,7	16759,4	6588,8	157776,8	1,8	2,4	9,0	3,5	85,0	100,0
1978	204404	3819,5	4999,2	23423,9	8196,7	173741,3	1,9	2,4	11,5	4,0	85,0	102,9
1979	221547	4526,5	6168,9	26196,6	9650,2	187492,4	2,0	2,8	11,8	4,4	84,6	103,6
1980	240176	5483,8	10928,2	27319,1	10332,2	203015,9	2,3	4,6	11,4	4,3	84,5	104,8
1981	257963	4984,7	12825,5	29981,2	11222,2	221837,1	1,9	5,0	11,6	4,4	86,0	106,9
1982	270601	5258,2	14240,3	31599,5	10888,0	241718,3	1,9	5,3	11,7	4,0	89,3	110,3
1983	281767	5809,8	17084,6	35539,2	10555,2	262696,4	2,1	6,1	12,6	3,7	93,2	115,7
1984	300543	6513,3	17916,8	37351,7	10452,2	287364,6	2,2	6,0	12,4	3,5	95,6	117,5
1985	320419	6298,0	25328,6	39620,3	10506,0	315801,2	2,0	7,9	12,4	3,3	98,6	122,1
1986	334609	5998,0	36021,9	44231,6	10473,9	348728,8	1,8	10,8	13,2	3,1	104,2	131,3
1987	348425	6336,8	48345,8	47951,8	10537,0	387695,2	1,8	13,9	13,8	3,0	111,3	141,9
1988	371429	7941,1	63786,5	52655,4	10261,5	430125,2	2,1	17,2	14,2	2,8	115,8	149,9
1989	396197	7887,4	81620,0	55361,9	10747,4	480167,6	2,0	20,6	14,0	2,7	121,2	158,5
1990	424537	10610,3	96677,9	54146,9	10734,1	524378,5	2,5	22,8	12,8	2,5	123,5	161,6
1991	451297	9221,6	86511,8	50795,6	10976,6	552113,2	2,0	19,2	11,3	2,4	122,3	155,2
1992	463850	7293,3	77985,4	53828,1	12011,3	564983,2	1,6	16,8	11,6	2,6	121,8	152,8
1993	465972	7218,7	71719,9	56359,0	14953,1	558666,2	1,5	15,4	12,1	3,2	119,9	150,6
1994	469149	7084,6	71744,0	52684,9	17379,5	559805,7	1,5	15,3	11,2	3,7	119,3	149,6

R = Reservas Bancárias; CExport = Crédito à Exportação; CGC = Crédito ao Governo Central; CGL = Crédito aos Governos Locais; CP = Crédito ao Setor Privado.

Tabela A3.J7 Japão

ANO	PL/KT
1950	23,0
1951	27,0
1952	36,0
1953	35,0
1954	39,0
1955	39,0
1956	37,0
1957	33,0
1958	33,0
1959	31,0
1960	29,0
1961	28,0
1962	28,0
1963	26,0
1964	25,0
1965	19,0
1968	16,9
1969	16,8
1970	16,1
1971	15,8
1972	15,3
1973	14,4
1974	14,3
1975	13,9
1976	13,7
1977	14,1
1978	14,3
1979	14,3
1980	15,3
1981	15,6
1982	16,0
1983	16,6
1984	16,9
1985	17,7
1986	18,3
1987	17,7
1988	18,3
1989	19,0
1990	19,1
1991	19,2
1992	19,2

PL/KT = Patrimônio Líquido/Capital Total

Tabela A3.J8 Japão

Ienes Bilhões

ANO	RN	S&W	Juros	Lucros	OUTROS
1969	49815,9	26693,3	2849,8	7315,0	12957,8
1970	59141,0	32256,3	3449,9	9127,5	14307,3
1971	65898,2	37794,2	4109,5	9138,0	14856,5
1972	76445,2	44464,2	4917,6	9277,1	17786,3
1973	91694,8	56051,1	6264,9	7658,5	21720,3
1975	121026,0	81678,0	9846,0	8750,0	20752,0
1976	137120,0	92121,0	10911,0	10983,0	23105,0
1977	151395,0	102897,0	11823,0	12874,0	23801,0
1978	167572,0	111164,0	11324,0	19012,0	26072,0
1979	180707,0	120120,0	12777,0	20716,0	27094,0
1980	195078,0	130368,0	18672,0	21069,0	24969,0
1981	207275,0	141397,0	20487,0	21597,0	23794,0
1982	217845,0	149514,0	21012,0	23418,0	23901,0
1983	226900,0	157299,0	22545,0	24899,0	22157,0
1984	241020,0	166026,0	23262,0	29218,0	22514,0
1985	256530,0	173815,0	23718,0	32731,0	26266,0
1986	267981,0	182006,0	24483,0	34108,0	27384,0
1987	277749,0	189125,0	22461,0	35818,0	30345,0
1988	295663,0	200192,0	21781,0	40329,0	33361,0
1989	314090,0	214957,0	21956,0	39678,0	37499,0
1990	336104,0	233508,0	28458,0	35820,0	38318,0
1991	355799,0	251966,0	32458,0	34376,0	36999,0
1992	358968,0	262096,0	28619,0	28836,0	39417,0

Valores nominais, preços correntes; RN = Renda Nacional; S&W = Salários, ordenados e despesas com previdência (Renda do trabalho); Juros = Renda de Juros, Lucros = Lucros *Corporate*; Outros = os demais componentes da Renda Nacional.

Tabela A3.J9 Japão
 Ienes Bilhões

	1	2	(1/2)
ANO	PL	KT	
1950	176,7	601,2	0,29
1951	443,3	1226,8	0,36
1952	1001,5	1788,7	0,56
1953	1159,3	2180,7	0,53
1954	1583,1	2462,7	0,64
1955	1814,5	4630,9	0,39
1956	1927,7	5266,7	0,37
1957	2207,4	6719,7	0,33
1958	2431,5	7397,2	0,33
1959	2576,3	8377,7	0,31
1960	6329	27965	0,23
1965	11474	60255	0,19
1969	21025	125364	0,17
1970	23726	147513	0,16
1971	26134	165568	0,16
1972	30692	200525	0,15
1973	37131	258006	0,14
1975	44616	319890	0,14
1980	76212	499406	0,15
1984	109445	648198	0,17
1985	124508	703566	0,18
1986	137088	747675	0,18
1989	201362	1061353	0,19
1990	218643	1142107	0,19
1991	232131	1206153	0,19
1992	239289	1243653	0,19

PL = Patrimônio Líquido; KT = Capital Total

Tabela A3.J10 **Japão**

Ienes Bilhões

ANO	1	2	(2/1)	3	4	5	6	7	8	(6/2)	(8/2)
	KT	PL	%	TJuros	L(ai)	Impostos	LL			%	%
1960	27965	6329	22,6	8,08	1402	651	751			22,2	11,9
1965	60255	11474	19,0	7,61	1916	847	1069			16,7	9,3
1969	125364	21025	16,8	7,50	6128	2323	3805			29,2	18,1
1970	147513	23726	16,1	7,69	6578	2639	3939			27,7	16,6
1971	165568	26134	15,8	7,59	5619	2432	3187			21,5	12,2
1972	200525	30692	15,3	7,05	7449	3178	4271			24,3	13,9
1973	258006	37131	14,4	7,19	12799	5359	7440			34,5	20,0
1975	319890	44616	13,9	8,51	6709	4507	2202			15,0	4,9
1980	499406	76212	15,3	8,27	19500	10285	9215			25,6	12,1
1984	648198	109445	16,9	6,66	21121	12437	8684			19,3	7,9
1985	703566	124508	17,7	6,47	21537	12944	8592			17,3	6,9
1986	747675	137088	18,3	5,51	21674	13236	8438			15,8	6,2
1989	1061353	201362	19,0	5,78	38935	20953	17982			19,3	8,9
1990	1142107	218643	19,1	7,70	38085	20514	17570			17,4	8,0
1991	1206153	232131	19,3	6,99	32764	18679	14085			14,1	6,1
1992	1243653	239289	19,2	5,55	24087	16287	7800			10,1	3,3

KT = Capital Total; PL = Patrimônio Líquido; TJuros = Taxa média de juros;

L(ai) = Lucro (antes de impostos); LL = Lucro Líquido.

Tabela A3.J11 Corporações Japão

Ienes Bilhões

ANO	1	2	(2/1)	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
ANO	KT	PL	%	AF	VA	Terra	Tang.	Invest	Estoques	W	Adm	Depre	L(ai)	Imposto	LL
1960	27965	6329	22,6	11123	6955	707	8806	1429	4718	3383	494	876	1402	651	751
1965	60255	11474	19,0	23902	13365	2519	16592	4289	8212	7345	986	2123	1916	847	1069
1969	125364	21025	16,8	45481	30327	6320	30383	7885	18093	16118	2131	4064	6128	2323	3805
1970	147513	23726	16,1	53838	35602	7577	35634	9556	21881	19533	2509	4791	6578	2639	3939
1971	165568	26134	15,8	61440	38593	8830	39803	11704	23564	22111	3014	5342	5619	2432	3187
1972	200525	30692	15,3	73251	45782	11552	45620	14755	28946	26132	3517	6072	7449	3178	4271
1973	258006	37131	14,4	87025	62003	14222	53038	18159	43509	33029	4492	6940	12799	5359	7440
1975	319890	44616	13,9	112890	77725	18844	85968	24809	55287	49354	7178	8973	6709	4507	2202
1980	499406	76212	15,3	177854	133277	30383	136239	38698	85100	78525	12659	14335	19500	10285	9215
1984	648198	109445	16,9	247975	163321	45504	188935	55073	92134	100267	16595	19205	21121	12437	8684
1985	703566	124508	17,7	278669	174804	52579	214475	59693	97834	108272	17768	22278	21537	12944	8592
1986	747675	137088	18,3	300108	177636	57993	226736	68528	98545	111246	18047	23768	21674	13236	8438
1989	1061353	201362	19,0	432604	230342	96174	317708	108368	126646	133810	21909	31439	38935	20953	17982
1990	1142107	218643	19,1	473649	246971	102524	341906	123800	143978	142216	24018	33506	38085	20514	17570
1991	1206153	232131	19,2	523937	265588	114122	381476	133924	159999	155624	26724	36502	32764	18679	14085
1992	1243653	239289	19,2	577674	268033	133174	427369	140303	158099	161496	28870	39716	24087	16287	7800

Corporações. KT = Capital Total; PL = Patrimônio Líquido; AF = Ativo Fixo; Terra = Valor dos terrenos das empresas; Tangi = Ativos Tangíveis; Investimentos = Investimentos em curso; W = Salários e Despesas com previdência; Adm. = Remuneração da Administração (diretoria e todos os postos administrativos, exclusive a participação os diretores nos lucros); Depre. = Depreciação; L(ai) = Lucros (antes de impostos); LL = Lucros Líquidos (depois de imposto de renda).

Tabela A3.J12 **Japão**

Íenes Milhões							
ANO	N	PI	KT	AF	RT	RO	LI
1921	61	1354,3	1837,7	959,4	573,3	547,8	104,5
1922	63	1634,1	2202,4	1284	644,1	624,3	129,8
1923	68	1918,1	2695,1	1692	702,6	670,1	150,0
1924	69	2080,6	3106,7	2053,7	757,0	732,6	145,9
1925	69	2301,2	3523,6	2342,8	877,2	847,4	156,8
1926	68	2496,9	3653,7	2669,4	907,7	861,9	155,9
1927	75	2774,4	4526,8	3085,7	869,8	830,6	168,2
1928	75	3001,9	5084,5	3581,2	962,3	915,1	170,7
1929	75	3135,7	5559,1	3831,3	1023,4	989,3	183,3
1930	75	3200,3	5771,0	4052,5	934,6	899,8	156,1
1931	302	5305,0	9444,0	6030,0	1383,0	1383,0	117,0
1932	299	5333,0	9477,0	6070,0	1358,0	1358,0	129,0
1933	295	5410,0	9602,0	6005,0	1631,0	1631,0	181,0
1934	297	5997,0	10232,0	6215,0	1933,0	1933,0	226,0
1935	295	6808,0	11185,0	6662,0	2350,0	2350,0	316,0
1936	296	7513,0	12346,0	7117,0	2671,0	2671,0	355,0
1937	296	8472,0	14140,0	7607,0	3269,0	3269,0	439,0
1938	296	9725,0	16523,0	8304,0	4053,0	4053,0	501,0
1939	296	10748,0	18820,0	8738,0	4900,0	4900,0	566,0
1940	296	12294,0	22545,0	9644,0	5418,0	5418,0	637,0
1941	296	14482,0	27858,0	10930,0	5978,0	5978,0	682,0
1942	290	14005,0	28787,0	9477,0	6178,0	6178,0	654,0
1943	287	15710,0	35093,0	10653,0	7071,0	7071,0	674,0

N = Número de empresas, de 1921 até 1930 a amostra refere-se às principais empresas japonesas, a partir de 1931 inclui as corporações. RT = Renda Total; RO = Renda Operacional.

Tabela A3.J13 Japão

Íenes Milhões						
ANO	1	2	3	4	(3/1)	(4/1)
	PNB	FBCF	Depreciação	Iliq	%	%
1930	13,9	1,5	0,7	0,8	5,0	5,8
1931	12,5	1,3	0,7	0,6	5,6	4,8
1932	13,0	1,4	0,9	0,5	6,9	3,8
1933	14,3	1,8	1,2	0,6	8,4	4,2
1934	15,7	2,8	1,1	1,7	7,0	10,8
1935	16,7	3,1	1,2	1,9	7,2	11,4
1936	17,8	3,6	1,4	2,2	7,9	12,4
1937	23,4	5,8	1,6	4,2	6,8	17,9
1938	26,8	6,4	1,8	4,6	6,7	17,2
1939	33,1	8,9	2,4	6,5	7,3	19,6
1940	39,4	10,5	2,8	7,7	7,1	19,5
1941	44,9	11,7	3,2	8,5	7,1	18,9
1942	54,4	14,6	3,7	10,9	6,8	20,0
1943	63,8	15,9	4,3	11,6	6,7	18,2
1944	74,5	20,7	5,3	15,4	7,1	20,7
1946	474,0	105,4	24,4	81,0	5,1	17,1
1947	1308,7	345,2	56,6	288,6	4,3	22,1
1948	2666,1	752,2	107,7	644,5	4,0	24,2
1949	3375,2	830,6	157,8	672,8	4,7	19,9
1950	3946,7	1007,3	207,0	800,3	5,2	20,3
1951	5104,1	1620,7	255,1	1365,6	5,0	26,8
1952	5883,4	1597,1	347,5	1249,6	5,9	21,2
1953	6854,0	1939,5	442,1	1497,4	6,5	21,8
1954	7379,3	1814,7	539,1	1275,6	7,3	17,3
1955	8170,6	2133,0	633,6	1499,4	7,8	18,4
1956	8996,5	2675,2	755,8	1919,4	8,4	21,3
1957	10123,1	3424,8	900,0	2524,8	8,9	24,9
1958	9972,9	2469,7	1005,9	1463,8	10,1	14,7
1959	12041,7	4041,9	1183,5	2858,4	9,8	23,7
1960	14060,5	5126,7	1453,8	3672,9	10,3	26,1
1961	17135,1	7475,7	1966,9	5508,8	11,5	32,1
1962	19062,1	7295,2	2191,8	5103,4	11,5	26,8
1963	21420,5	8142,8	2583,2	5559,6	12,1	26,0
1964	24968,1	9653,8	3243,2	6410,6	13,0	25,7
ANO	PIB	FBCF	Depreciação	Lliq	%	%
1965	32866,0	10477,0	4361,0	6116,0	13,3	18,6
1969	62259,9	23864,3	8389,3	15475,0	13,5	24,9
1970	73345,0	28616,0	9730,0	18886,0	13,3	25,7
1971	81577,0	29748,6	11071,0	18677,6	13,6	22,9
1972	94726,0	35262,4	12779,0	22483,4	13,5	23,7
1973	112498,0	42823,0	16083,0	26740,0	14,3	23,8
1975	148327,0	48613,0	19025,0	29588,0	12,8	19,9
1980	240176,0	77434,0	30730,0	46704,0	12,8	19,4
1983	281767,0	79068,0	38394,0	40674,0	13,6	14,4
1984	300543,0	84262,0	40715,0	43547,0	13,5	14,5
1985	320419,0	90198,0	43478,0	46720,0	13,6	14,6
1986	334609,0	92954,0	46106,0	46848,0	13,8	14,0
1988	371429,0	113705,0	52306,0	61399,0	14,1	16,5
1989	396197,0	125856,0	57941,0	67915,0	14,6	17,1
1990	424537,0	139055,0	62820,0	76235,0	14,8	18,0
1991	451297,0	146700,0	68387,0	78313,0	15,2	17,4
1992	463850,0	144593,0	72654,0	71939,0	15,7	15,5

FBCF = Formação Bruta de Capital Fixo; Iliq. = Investimento Líquido.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel (1982) "La dévalorisation du capital: étude des liens entre accumulation et inflation". *Economie Appliquée*, 1982.
- AGLIETTA, Michel e André ORLEAN (1988) "Os grandes problemas da moeda internacional". *Revista Economia Política*, v. 8, N.º 2, Abril - Junho, 1988.
- AGLIETTA, Michel e André ORLEAN. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Brasiliense, 1990.
- AKERLOF, George (1970) "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (August 1970), 488-500.
- AKERLOF, George and J. YELLEN (1985) "A near-rational model of the business cycle with wage and price inertia". *Quarterly Journal of Economics*, Supplement, 1985.
- AKERLOF, George and W. T. DICKENS (1982) "The economic consequences of cognitive dissonance". *American Economic Review*, June 1982.
- ALLEN, George C. *Japan's Economic Recovery*. London: Macmillan, 1958.
- AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION (1966) *Readings in Business Cycles*, London: George Allen & Unwin.
- ARRIGHI, Giovanni. *O Longo Século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996. (Primeira edição em inglês 1994).
- ASHTON, T. S. *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*. Oxford: Oxford University Press, 1959.
- ASIMAKOPOULOS, A. (1986) "Finance, liquidity, saving, and investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. IX, No.1, Spring 1986.
- BACHA, Edmar (1980) "Notas sobre inflação e crescimento". *Revista Brasileira de Economia*, v. 34, No. 4, Outubro-Dezembro, 1980.
- BAGEHOT, Walter. *Lombard Street*. London: Kegan Paul, Trench, Trubner & Co. Ltd. 1904, (1st edition, 1873).
- BALDERSTON, T. (1983) "The beginning of the depression in Germany 1927-30: investment and the capital market". *Economic History Review*, 1983.
- BALL, L. and D. ROMER (1990) "Real rigidities and non-neutrality of money". *Review of Economics and Statistics*, vol. 57, 1990.
- BARRO, ROBERT J. (1983) "Unanticipated money, output and the price level in the United States". *Journal of Political Economy* 86 (August 1978), 549-580.
- BARSKY, R. B. (1989) "Why don't the prices of stocks and bonds move together?". *American Economic Review*, vol. 79 No. 3, May 1989.
- BATISTA Jr, Paulo Nogueira. *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.
- BAUMOL, W. J. (1986) "Productivity growth, convergence, and welfare: what the long-run data show". *American Economic Review*, vol. 76. No. 5. December 1986.
- BEAULIEU, J. J. and J. MIRON (1992) "A cross country comparison of seasonal cycles and business cycles". *Economic Journal*, 102. (July 1992), p. 772-788.
- BECKERMAN, Wilfred. *Introdução à Análise da Renda Nacional*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979. (Tradução da segunda edição inglesa de 1976).
- BERNANKE, Ben (1983) "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression". *American Economic Review*, vol. 73. No. 3. June 1983.
- BERNANKE, Ben and A. BLINDER (1988) "Credit, money, and aggregate demand". *American Economic Review*, vol. 78 No. 2, May 1988.
- BERNANKE, Ben and M. GERTLER (1989) "Agency costs, collateral, and business fluctuations". *American Economic Review*, vol. 79 No. 1, March 1989.
- BERNANKE, Ben and M. GERTLER (1990) "Financial fragility and economic performance". *Quarterly Journal of Economics* 102 (Feb, 1990), 87-114.
- BERNANKE, Ben and Cara LOWN (1991) "The credit crunch". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991, 2:91, p. 205-239.
- BLANCHARD, Oliver (1987) "Why Does Money Affect Output? A Survey" Massachusetts Institute of Technology, Working Paper No. 453, June 1987.
- BLANCHARD, Oliver and M. WATSON, (1982) "Bubbles, rational expectations and financial markets". In Wachtel ed. (1982) *Crises in the Economic and Financial Structure*. Lexington: Heath.
- BLANCHARD, Oliver J. (1989) "A traditional interpretation of macroeconomic fluctuations". *American Economic Review*, vol. 79 No. 5, December 1989.
- BLAUG, Mark. *Metodologia da Economia*. São Paulo: Edusp, 1993, (primeira edição em inglês, 1980).
- BLEANEY, Michael. *The Rise and Fall of Keynesian Economics*. London: Macmillan Education, 1985.

- BLINDER, A and R. SOLOW (1974) "Analytical foundations of fiscal policy". *The Economics of Public Finance*, 1974.
- BLINDER, A. and R. SOLOW (1973) "Does fiscal policy matter?". *Journal of Public Economics*, vol. 2, 1973.
- BLINDER, A. *Hard Heads Soft Hearts*. Adison Wesley, 1980.
- BOMBERGER, W. and G. MAKINEN, (1983) "The Hungarian hyperinflation as stabilization of 1945-46". *Journal of Political Economy*, vol. 91, No. 5, 1983.
- BOMBERGER, William. *Hiperinflação: Algumas Experiências*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *Economia da Inflação*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1989.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1988) "Os limites da política econômica". *Revista de Economia Política*, v. 8, No. 3, Julho-Setembro, 1988.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1990) "Da inflação à hiperinflação: uma abordagem estruturalista". In Rego, org. *Inflação e Hiperinflação*. São Paulo: Biental, 1990.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1991) "A macroeconomia perversa da dívida, do déficit e da inflação". *Revista Brasileira de Economia*, No. 45, 1991.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos e DALL'ACQUA Fernando (1991) "Populismo Econômico Versus Keynes: A Reinterpretação do Déficit Público na América Latina". In Bresser Pereira, org. (1991) *Populismo Econômico*. São Paulo: Nobel.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos e Yoshiaki NAKANO (1984) *Inflação e Recessão*. São Paulo: Brasiliense.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos Lucro, *Acumulação e Crise, A Tendência Declinante da Taxa de Lucro Reexaminada*. São Paulo: Brasiliense, 1986.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *A Crise do Estado*. São Paulo: Nobel, 1989.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *Desenvolvimento e Crise no Brasil 1930-1983*. São Paulo: Brasiliense, 1987.
- BROCKWAY, G. (1987) "The dilemma of general equilibrium". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No.1, all 1987.
- BRONFENBRENNER, M. and HOLTMAN, F. D. (1963) "Survey of inflation theory". *American Economic Review*, vol. LIII, No 4, September, 1963.
- BRUNNER, K. and A. MELTZER (1988) "Money and credit in the monetary transmission process". *American Economic Review*, vol. 78 No. 2, May 1988.
- BRUNO, Michael (1989) "Theoretical developments in the light of macroeconomic policy and empirical research". *Scandinavian Journal of Economics*, 1989.
- BUTTER, W. "Some Thoughts on the Role of Fiscal Policy in Stabilization and Structural Adjustment in Developing Countries". *NBER Working Paper*. s.d.
- BUKHARIN, Nikolai. *A Economia Mundial e o Imperialismo*. São Paulo: Nova Cultura, 1986, (1ª edição, 1928).
- CALOMIRIS, Charles and Charles KAHN (1991) "The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements". *American Economic Review*, June (1991).
- CALOMIRIS, Charles W. (1993) "Financial factors in the Great Depression". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, Number 2, Spring 1993.
- CALOMIRIS, Charles, Glenn HUBBARD and James STOCK. (1986) "The Farm Debt Crisis and Public Policy" *Brooking Papers on Economic Activity* (1986), 441-479.
- CALVO, G. A.(1992) "Are high interest rates effective in stopping high inflation? Some skeptical notes". *The World Bank Economic Review*, 1992.
- CAPIE, F. and G. WOOD, eds., (1986) *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martin's Press. (Published in the United Kingdom by Macmillan Press Ltd.)
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. (1986) "A teoria monetária de Marx, uma interpretação pós-keynesiana". *Revista de Economia Política*, v. 6, No. 4, Outubro-Dezembro, 1986.
- CARDOSO, Eliana (1982) "Implicações de uma desvalorização cambial no Brasil". *Estudos Econômicos*, v. 11, No. 2, Abril-Junho, 1982.
- CARDOSO, Eliana (1988) "O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público". *Revista de Economia Política*, v. 8, No. 2, Abril-Junho, 1988.
- CARNEIRO Neto, Dionísio e A. FRAGA Neto, (1984) "Variáveis de crédito e endogeneidade dos agregados monetários: nota sobre a evidência empírica nos anos 70". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Abril, 1984.
- CARNEIRO Neto, Dionísio e E. MODIANO, (1983) "Inflação e controle do déficit público". *Revista Brasileira de Economia*, v. 34, No. 4, Outubro-Dezembro, 1983.
- CARVALHEIRO, N. (1987) "Fundamentos da intervenção do estado: algumas concepções em Keynes e Kalecki". *Revista de Economia Política*, v. 7, No. 2, Abril-Junho, 1987.
- CHICK, Victoria (1987) "Speculation, the rate of interest, and the rate of profit". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No.1, all 1987.
- CHICK, Victoria. *Macroeconomics After Keynes*, Cambridge: The MIT Press, Third printing, 1991, (1ª ed., 1983)
- CHICK, Victoria. *On Money, Method and Keynes*, London: St. Martin's Press, 1992.

- COOLEY, T. and G. HANSEN (1989) "The inflation tax in a real business cycle model". *American Economic Review*, vol. 79. No. 4. September 1989.
- CRIPPS, F. (1977) "The money supply, wages and inflation". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 1, Nº1, March, 1977.
- CURRIE, D. (1992) "European monetary union: institutional structure and economic performance". *Economic Journal*, 102. (March 1992)
- CUTHBERTSON, Keith. *The Supply and Demand for Money*. Oxford: Basil Blackwell, 1985.
- CYSNE, R. P. (1985) "Moeda indexada". *Revista Brasileira de Economia*, Janeiro-Março, 1985.
- DALL'ACQUA, Fernando M. (1990) "A reforma monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 20, 1990.
- DAVIDSON, P. *Money and the Real World*. London: Macmillan, 1978.
- DAVIS, S. (1987) "Allocative disturbances and specific capital in real business cycle theories". *American Economic Review*, vol. 77 No.2, May 1987.
- de MEZA, David, and David Webb (1987) "Too much investment: A problem of asymmetric information". *Quarterly Journal of Economics* 102 (May 1987), 281-292.
- DEBREU, G. (1991) "The mathematization of economic theory". *American Economic Review*, vol. 81 No. 1, March 1991.
- DEMERY, D. and N. W. DUCK (1992) "Are economic fluctuations really persistent? a reinterpretation of some international evidence". *Economic Journal*, 102. (September 1992).
- DIAMOND, D. and P. DYBVIK (1983) "Bank runs, liquidity, and deposit insurance". *Journal of Political Economy*, 91, 1983, 401-419.
- DIAMOND, Douglas (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies* 51 (July 1984), 393-414.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985) "Good-bye financial repression, hello financial crash". *Journal of Development Studies*, Sept.-October. 1985.
- DIBA, B. T. and H. GROSSMAN (1988) "Explosive rational bubbles in stock market". *American Economic Review*, vol. 78 No. 3, June 1988.
- DILLARD, Dudley (1964) "Teoria de una economia monetaria". In KURIHARA, Kenneth ed., (1964) *Economia Poskeynesiana*, Valencia: Aguilar.
- DOBB, Maurice. *Economia Política e Capitalismo*. Rio de Janeiro: Graal, 1978.
- DOBB, Maurice. *Os Salários*. São Paulo: Cultrix, 1966.
- DOKKO, Y. and R. EDELSTEIN (1989) "How well do economists forecast stock market prices? A study of the Livingston Surveys". *American Economic Review*, vol. 79. No. 4. September 1989.
- DORNBUSCH, R. e S. FISHER, (1982) *Macroeconomia*. São Paulo: McGraw-hill do Brasil, 1982.
- DORNBUSCH, R., F. STURZENEGGER, and H. WOLF (1990) "Extreme inflation: dynamics and stabilization". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger (1988) "Programa de estabilização". *Revista de Economia Política*, v. 4, No. 2, Abril-Junho, 1988.
- DORNBUSCH, Rudiger *Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- DOW, Sheila (1986), "Post Keynesian monetary theory for an open economy". *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1986-1987, vol. IX, No. 2.
- DYMSKI, G. (1992) "A 'New View' of the role of banking firms in keynesian monetary theory" *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, No. 3, Spring 1992.
- DYMSKI, G. (1988) "A Keynesian theory of bank behavior". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No 4, Summer 1988.
- EICHENGREEN, B. (1985) *The Gold Standard in Theory and History*. Methuen, 1985.
- EICHENGREEN, B. and J. SACHS (1985) "Exchange rates and economic recovery in the 1930s". *Journal of Economic History*, 1985.
- EICHENGREEN, B. and R. PORTES (1989) "Dealing with Debt: the 1930s and the 1980s". *The Developing Country Debt Crisis*, John Hopkins, 1989.
- ESTEY, JAMES. A. *Ciclos Econômicos*, São Paulo: Mestre Jou, 1965, (primeira edição em inglês, 1941).
- EVANS. P. (1985) "Do large deficits produce high interest rate?". *American Economic Review*, vol. 75 No. 1, March 1985.
- FAMA, E. (1985) "What's different about banks?". *Journal of Monetary Economics* 15 (January 1985), 29-40.
- FAMA, Eugene (1980) "Banking Theory of Finance". *Journal of Monetary Economics* 6 (January 1980), 39-57.
- FARMER, Roger (1985) "Implicit contracts with asymmetric information and bankruptcy: The effect of interest rates on layoffs". *Review of Economic Studies* 52 (July 1985).

- FAUST, J. (1989) "Supernovas in monetary theory: does the ultimate sunspots rule out money?" *American Economic Review*, vol. 79, No. 4, September 1989.
- FAY, J. A. and J. L. MEDOFF (1985) "Labor and output over the business cycle: Some direct evidence". *American Economic Review*, vol. 75 No. 4, September 1985.
- FAZZARI, S. and T. MOTT (1986) "The investment theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970-1982". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. IX, No.2, Winter 1986-1987.
- FELDSTEIN, Martin *Inflation, Tax Rules and Capital Formation*. Chicago: University of Chicago Press, 1983.
- FELDSTEIN, Martin, ed., (1991) *The Risk Of Economic Crisis*. NBER, Chicago: University of Chicago Press.
- FISCHER, Stanley (1983) "A Framework for Monetary and Banking Analysis". *Economic Journal* 92 (March 1983).
- FISHER, Irving (1933) "The debt-deflation theory of Great Depression". *Econometrica* 1 October 1933.
- FISHER, Irving *A Teoria do Juro*. São Paulo, Nova Cultural, 1986, (edição revista em 1930).
- FISHER, Irving. *The Purchasing Power of Money*. New York: Augustus M. Kelly, 1963, (1st edition, 1926).
- FISHLOW, Albert (1985) "Lessons from the past: capital markets during the 19th century and the interwar period". *International Organization*, Summer, 1985.
- FLANDERS, June M. *International Monetary Economics, 1870-1960 — Between the classical and the new classical*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
- FLOOD, Robert and Peter GARBER. *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*. Cambridge: The MIT Press, 1994.
- FMI (1977) "The Monetary Approach to the Balance of Payments".
- FRAGA Neto, A. e A. LARA RESENDE (1985) "Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro". *Revista de Economia Política*, v. 5, No. 4, Outubro-Dezembro, 1985.
- FRAGA Neto, Armínio (1988) "Problemas do controle monetário no Brasil". *Revista de Economia Política*, v. 8, No. 1, Jan.- Março, 1988.
- FRANKEL, Allen and John Montgomery (1991) "Financial Structure: an international perspective". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1991, 257-310.
- FREMLING, G. M. (1985) "Did the United States transmit the Great Depression to the rest of the world?". *American Economic Review*, vol. 75, No. 5, December 1985.
- FRIEDMAN, Benjamin. (1988) "Monetary policy without quantity variables". *American Economic Review*, vol. 78 No.2, May 1988.
- FRIEDMAN, Milton (1956) "The Quantity Theory of Money - A Restatement". In Friedman, M. ed. (1956) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, Milton (1970) *Un Programa de Estabilidad Monetaria y Reforma Bancaria*. Bilbao: Deusto.
- FRIEDMAN, Milton, and Anna Schwartz (1986) "Has Government any role in money?". *Journal of Monetary Economics* 17 (January 1986).
- FRIEDMAN, Milton, and Anna Schwartz. *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- FRISH, Helmut. *Theories of Inflation*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.
- FROOT, K. and M. OBSTFELD (1991) "Intrinsic bubbles: the case of stock prices". *American Economic Review*, vol. 81 No.5, December 1991.
- FRY, M.J.(1982) "Models of financially repressed developing economies". *World Development*, 1982.
- GALBRAITH, J. K. *Moeda: De Onde Veio Para Onde Foi*. São Paulo: Novos Ubrais.
- GALE, D. and M. HELLWIG (1985) "Incentive-compatible debt contracts i: the one period problem". *Review of Economic Studies*, 52(October 1985).
- GARCIA G. (1989) "The lender of last resort in the wake of the crash". *American Economic Review*, vol. 79, No. 2, May 1989.
- GAYER, A., W. Rostow and A. Schwartz. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*. Oxford: Oxford University Press, 1953.
- GENNOTTE, G. and H. LELAND (1990) "Market liquidity, hedging, and crashes". *American Economic Review*, vol. 80 No. 4, September 1990.
- GERLACH, S. and P. PETRI, *The Economics of the Dollar Cycle*. Cambridge: MIT Press, s.d.
- GERTLER, Mark (1988) "Financial structure and aggregate economic activity: An overview". *Journal of Money, Credit, And Banking*, Vol., 20 N 3, (August 1988, Part 2).
- GIERSCH, H. (1984) "The age of Schumpeter". *American Economic Review*, vol. 74, No.2, May 1984.
- GOLDSMITH, Raymond W. (1986) *Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*, São Paulo: Harper & Row do Brasil.
- GOLDSMITH, Raymond. (1969) *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- GOLDSTEIN, J. P. (1985) "Pricing, accumulation, and crisis in Post Keynesian theory". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 8, No.1, Fall 1985.

- GOODHART, C. A. *Money, Information and Uncertainty*. London: Macmillan, 1989.
- GORDON, M. J. (1971) "Toward a theory of financial distress". *Journal of Finance*, May 1971.
- GORDON, M. J. (1992) "The Neoclassical and Post Keynesian theory of investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, No 4, Summer 1992.
- GORTON, Gary, and George PENNACCHI (1990) "Financial intermediation and liquidity creation". *Journal of Finance* 45(1): 49-72.
- GREENWALD, STIGLITZ, and WEISS (1984) "Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations". *American Economic Review*, vol. 74, No.2, May 1984.
- GREENWOOD, J. et alli (1988) "Investment, capacity utilization, and the real business cycle". *American Economic Review*, vol. 78 No. 3, June 1988.
- GURLEY, John, and Edward SHAW (1955) "Financial aspects of economic development". *American Economic Review*, vol. XLV, No. 4, September 1955.
- HABERLER, G. *Ensayos Sobre el Ciclo Económico*. México: Fondo de Cultura Económica, 1956, (1ª edição, 1944).
- HABERLER, G. *PROSPERIDAD Y DEPRESION*, México: Fondo de Cultura Económica, 1942, (1ª edição, 1937).
- HADDAD, C. e A. C. LEMGRUBER, "Mercado Aberto: Simples Cadeia de Felicidade". FGV, mimeo, s.d.
- HAMILTON, Earl J. (1969) "The political economy of France at the time of John Law". *History of Political Economy*, Spring 1969.
- HANSEN, Alvin (1957) *Business Cycles and National Income*. New York: Norton.
- HANSEN, Alvin. *Fiscal Policy and Business Cycles*. New York: W. Norton, 1941.
- HAWTREY, Ralph. *The Art of Central Banking*. New York: Augustus M. Kelley, 1965, (Primeira edição, 1932).
- HAYEK Friedrich A. (1937) "Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments". In *Readings in Business Cycle Theory*, 1937.
- HENRY, J. F. (1986) "On economic theory and the question of solvability". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 8, No.3, Spring 1986.
- HICKS, J. R. *Valor e Capital*. São Paulo: Nova Cultural, 1987, (primeira edição em inglês, 1939).
- HILFERDING, R. *O Capital Financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985, (primeira edição em alemão, 1910).
- HODRICK, R. J. (1990) "Volatility in the foreign exchange and Stock Markets: Is it exclusive?". *American Economic Review*, vol. 80 No.2, May 1990.
- HOLANDA BARBOSA, F. (1982) "Inflação, Taxa de Juros e o Fenômeno da Ultrapassagem". *Estudos Econômicos*, v. 12, No.1, 1982.
- HOLANDA BARBOSA, F. (1983) *A Inflação Brasileira No Pós Guerra: Monetarismo Versus Estruturalismo*. Rio de Janeiro: série PNPE-8, IPEA, 1983.
- HOLLIS, M. e E. J. NELL. *O Homem Econômico Racional: Uma Crítica Filosófica da Economia Neoclássica*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977.
- HOLTFREICH, Carl K. *The German Inflation 1914-1923: Causes and Effects in International Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter, 1986.
- HOROWITZ, D. org. *A economia moderna e o marxismo*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1972.
- HUBBARD, Glenn ed. *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago, The University of Chicago Press, 1991.
- HULTGREEN, T. *Cost, Prices, and Profits: Their Cyclical Relations*. New York: NBER, Distributed by Columbia University Press, 1965.
- HUME, David. *Escritos Sobre Economia*. São Paulo: Nova Cultural, 1986. (primeira edição em inglês, 1777)
- HUNT, E.K. *História do Pensamento Econômico*. Rio de Janeiro: Campus, 1987.
- ISAAC, A. (1993) "Is There a Natural Rate?". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 15. Nº 4, Summer 1993.
- JOHNSON, Harry G. (1969) "The case for flexible exchange rates, 1969". *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review* 51, June 1969.
- JOHNSON, Harry G. (1976) "Desestabilizing speculation: a general equilibrium approach". *Journal of Political Economy*, vol. 84 No. 1, 1976.
- JUGLAR, Clément. *A brief history of panics and their periodical occurrence in the United States*. New York: Augustus M. Kelley, 1966, (primeira edição, 1893).
- KALDOR, N. *Ensayos Sobre Estabilidad Y Desarrollo Económicos* Madrid: Editorial Tecnos, 1969
- KALDOR, N. *The Scourge of Monetarism*. London: Oxford University Press, 1982.
- KALECKI, Michal (1954) *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Nova Cultural, 1983.
- KALECKI, Michal (1968) "Trend and the Business Cycle". In *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.
- KALECKI, Michal. *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Hucitec, 1983.
- KASHYAP, A., J. STEIN, and D. WILCOX (1993) "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance". *American Economic Review*. vol. 83, No.1, March 1993.
- KASS, David and K. SHELL (1983) "Do sunspots matter?". *Journal of Political Economy*. April 1983.

- KEYNES, John Maynard. *Collected Writings*. London: Macmillan.
- KEYNES, John M. *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, Inflação e Deflação*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KEYNES, John Maynard. *A Treatise on Money*. London: Macmillan, 1930.
- KINDLEBERGER, C. and LAFFARGUE P. eds. *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1988) The Financial Crisis of the 1930s and 1980s: Similarities and Difference. *Kiklos*, vol. 41, 1988.
- KINDLEBERGER, Charles P. *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen and Unwin, 1987.
- KINDLEBERGER, Charles P. *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*. London: Allen & Unwin, 1985.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, Panics and Crashes—A History of Financial Crises*. New York: Basic Books, 1989.
- KINDLEBERGER, Charles P. *The International Economic Order: Financial Crises and International Public Goods*. Cambridge: The MIT Press, 1988.
- KING, R. and C. PLOSSER (1984) "Money, Credit, and Prices in a Real Business Cycle". *American Economic Review*, vol. 74. No. 3. June 1984.
- KING, R. G. et ali (1991) "Stochastic Trends and Economic Fluctuations". *American Economic Review*, vol. 81 No.4, September 1991.
- KIYOTAKI, N. and R. WRIGHT (1993) "A Search-Theoretic Approach to Monetary Economics". *American Economic Review*, vol. 83, No.1, March 1993.
- KLETZER, K. et ali, (1992) "Smoothing Primary Exporters Price Risk: Bonds, Futures, Options and Insurance". *Oxford Economic Papers*, 44, 1992.
- KONDRATIEFF, N. (1935) "The long waves in economic life". *Review of Economic Statistics*, vol. 17, No. 6, Nov. 1935.
- KREGEL, Jan A. (1986) "A Note on Finance, Liquidity, Saving, and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, No.1, Fall 1986.
- KREGEL, Jan A. (1989) "Money wages in the Keynesian and Monetarist explanations of the transmission mechanism linking money and prices". In *Inflation and Income Distribution in Capitalist Crisis*. London: Macmillan Press, 1989.
- KREGEL, Jan A. (1985) "Hamlet without the Prince: Cambridge Macroeconomics without Money". *American Economic Review*, vol. 75 No.2, May 1985.
- KREPS, David M. *A Course in Microeconomic Theory*. Princeton: Princeton University Press, 1990.
- KRUGMAN, Paul. *Currencies and Crisis*. Cambridge: MIT Press, 1995.
- KUZNETS, Simon (1940) "Schumpeter's Business Cycles". *American Economic Review*, June 1940
- LARA RESENDE, André (1985) "Moeda indexada: nem mágica, nem panacéia". *Revista de Economia Política*, v. 5, No. 2, Abril-Junho, 1985.
- LAVOIE, M. (1986) "Systemic financial fragility: a simplified view". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. IX, No.2, Winter 1986-1987.
- LELAND, H. E. and D. PYLE (1977) "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation". *Journal of Finance*, vol. XXXII No. 2. May 1977.
- LEONARD, H. B. and R. ZECKHAUSER (1985) "Financial risk and the burdens of contracts". *American Economic Review*, vol. 75 No.2, May 1985.
- LeROY, S. F. (1984) "Efficiency and the Variability of Asset Prices". *American Economic Review*, vol. 74. No. 2. May 1984.
- LITTERMAN, R. B. and L. WEISS (1985) "Money, real interest rates, and output: a reinterpretation of postwar U. S. data". *Econometrica*, vol. 53. No. 1. January, 1985.
- LONG, J. B and C. PLOSSER (1987) "Sectorial vs. Aggregate Shocks in the Business Cycle". *American Economic Review*, vol. 77 No.2, May 1987.
- MACKAY, Charles *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds*. Boston: L.C. Page Co., 1932.
- MALABRE, Jr., Alfred. *Os Profetas Perdidos*. São Paulo: Makron Books, 1995.
- MANKIW, Gregory (1986) "The allocation of credit and financial collapse". *Quarterly Journal of Economics*, 101, (August 1986).
- MANKIW, Gregory (1989) "Real business cycles: a new keynesian perspective". *Journal of Economic Perspective*, vol. 3, November, 1989.
- MARQUES, M. S. B. (1983) "Moeda e inflação; A questão da casualidade". *Revista Brasileira de Economia*, Janeiro-Março, 1983.
- MARRIS, R. L. (1992) "R. F. KAHN'S fellowship dissertation: a missing link in the history of economic thought". *Economic Journal*, 102. September 1992.
- MARX, Karl *O Capital*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1979.

- MATTHEWS, R. A. *Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842*. Cambridge: Cambridge University Press, 1954.
- MAYER, J., J. Duesenberry e R. Aliber *Moedas, Bancos e a Economia*. São Paulo: Editora Campus, 1993.
- MAYER, T. (1982) "Financial innovation -the conflict between micro and macro optimality". *American Economic Review*, vol. 72 No.2, May 1982.
- MCCLOSKEY, D. (1985) "The loss function has been mislaid: the rhetoric of significance tests". *American Economic Review*, vol. 75 No.2, May 1985.
- MENDOZA, E. G. (1991) "Real business cycles in a small open economy". *American Economic Review*, vol. 81. No. 4. Sept. 1982.
- MEULENDYKE Ann-Marie (1988), "Can the Federal reserve influence whether the money supply is endogenous? A comment on Moore". *Journal of Post Keynesian Economics*., vol. X, No 3, Spring 1988.
- MILL, J. S. *Princípios de Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural, 1983, (primeira edição, 1848).
- MINSKY, Hyman. *Can "it" Happen Again?*. New York: M. E. Sharpe, inc., 1982.
- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- MINSKY, H. (1975) "Financial Resources in a Fragile Financial Environment". *Challenge* 18, July/August, 1975.
- MINTZ, Ilse. *Deterioration in the Quality of Bonds Issued in the United States, 1920-1930*. New York: NBER, 1951.
- MIRON, J. A. (1986) "Financial panics, the seasonality of the nominal interest rate, and the founding of the Fed". *American Economic Review*, vol. 76 No.1, March 1986.
- MISHKIN, F. (1978) "The household balance sheet and the Great Depression". *Journal of Economic History*. vol. XXXVIII No. 4. Dec. 1978.
- MITCHELL, W. *Business Cycles: The Problem and Its Setting*. New York: NBER, 1927.
- MITCHELL, W. *Os Ciclos Econômicos e suas Causas*. São Paulo: Abril, 1984, (1ª edição em inglês, 1913).
- MIYAZAKI, S. (1992) "Reforma monetária e fiscal para o combate à inflação no Japão pós-Segunda Guerra Mundial (1945-1951). *Revista de Economia Política*, v.12, no 4, (48), outubro-dezembro/1992.
- MOORE, B. (1988) "The endogenous money supply". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No.3, Spring 1988.
- MOORE, B. J. (1988), "The endogenous money". *Journal of Post Keynesian Economics*., vol. X, Nº 3, Spring 1988.
- MORGENSTERN, O. (1959) *International Financial Transactions and Business Cycles*. Princeton: Princeton University Press.
- MORISHIMA, M. *Ricardo's Economics*. London: Cambridge University Press, 1989.
- MUNHOZ, Dercio G. *Dívida Externa: A Crise Rediscutida*. São Paulo: Cone, 1988.
- NANTO, Dick and S. TAKAGI (1985) "Korekiyo Takahashi and Japan's recovery from the Great Depression". *American Economic Review*, 1985.
- National Bureau Committee for Economic Research. *Conference on Business Cycles*. New York: NBER, 1951.
- O'BRIEN, A. (1985) "The cyclical sensitivity of wages". *American Economic Review*, vol. 75. No. 5. Dec. 1985.
- PALLEY, T. J. (1987) "Bank lending, discount window borrowing, and the endogenous money supply: a theoretical framework". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. X, No.2, Winter 1987.
- PASINETTI, L. *Growth and Income Distribution*. Cambridge: Cambridge University Press, 1974.
- PATINKIN, Don (1984) "Keynes and economics today". *American Economic Review*, vol. 74, No.2, May 1984.
- PELÁEZ, C. M. e W. SUZIGAN (1987) *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 1978.
- PETTY, William. *Obras Econômicas*. São Paulo: Nova Cultural, 1986, (primeira edição em inglês, 1690).
- PHEKPS, E. (1982) "Cracks on the demand side: a year of crisis in theoretical macroeconomics". *American Economic Review*, vol. 72. No. 2. May 1982.
- PIATT, Andrew (1907) "The influence of corps upon business in America". *Quarterly Journal of Economics* 20.
- PIERCE, J. L. (1984) "Did financial innovation hurt the great monetarist experiment?". *American Economic Review*, vol. 74 No.2, May 1984.
- PINDYCK, R. (1984) "Risk, inflation, and the Stock Market". *American Economic Review*, vol. 71. No. 3. June 1984.
- RANGEL, Ignácio *A Inflação Brasileira*. São Paulo: Bial, 5ª edição, 1986.
- RICARDO, David. *Princípios de Economia Política e Tributação*. São Paulo: Abril, 1982, (1ª edição, 1821).
- RIEHL, H. e RODRIGUEZ, R. M. *Câmbio & Mercados Financeiros*. São Paulo: Makron Books, 1991.
- ROLLENBERG MOLLO, M. (1988) "Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias; uma leitura do Minsky". *Revista de Economia Política*, v. 8, N.º 1, Janeiro-Março, 1988.
- ROMER, Cristina (1986) "Is the stabilization of the postwar economy a fragment of 'the data'". *American Economic Review*, vol. 76. No. 3. June 1986.
- SACHS, Jeffrey (1995) "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets". Mimeo, Paper for discussion during meetings in Basel, SZ, Dec 9-10, 1995.
- SACHS, Jeffrey D. (1991) "The Bolivian hyperinflation and stabilization". *American Economic Review*, vol. 77, No. 2, 1991.

- SALAMA, Pierre (1988) "Intervenção de Estado e legitimação na crise financeira". *Revista de Economia Política*, v. 8, No. 4, Outubro-Dezembro, 1988.
- SAMUELSON, Paul e William NORDHAUS. *Economia*. Lisboa: Mc Graw-Hill de Portugal, 1993, Décima Quarta Edição, 1993.
- SARGENT, Thomas (1973) "Rational expectations, the real rate of interest and the natural rate of unemployment". *Brooking Papers on Economic Activity*, 1973.
- SARGENT, Thomas (1982) "Beyond demand and supply curves in macroeconomics". *American Economic Review*, vol. 72. No. 2. May 1982.
- SARGENT, Thomas (1987) "The ends of four big inflations". *International Economic Perspectives*, vol. 9, Nº 2, 1987.
- SCHUMPETER, J. (1935) "The analysis of economic change". *Review of Economic Statistics*, vol. 17, May, 1935
- SCHUMPETER, Joseph. A. *Business Cycles — A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill, 1939.
- SCHUMPETER, Joseph. A. *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1982, (1ª edição em alemão, 1911).
- SCHUMPETER, Joseph. A. *História da Análise Econômica*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964, (1ª edição em inglês, 1954).
- SCHUMPETER, Joseph. A (1927) "The explanation of the business cycle". *Economica*, vol. 7, Dec., reimpresso em Essays of J. A. Schumpeter, Cambridge: Wesley, 1951.
- SHAPIRO, M. D. (1988) "The Stabilization of the U. S. Economy: Evidence from the Stock Market". *American Economic Review*, vol. 78. No. 5. December 1988.
- SHEFFRIN, S. M. *Rational Expectations*. Cambridge: Cambridge University, 1983.
- SHERMAN, Howard (1979) "A marxist theory of business cycle". *The Review Radical Political Economics*, vol. II, Spring, 1979.
- SILBERBERG, Eugene. *The Structure of Economics: a Mathematical Analysis*. McGraw-Hill, International Editions, 1990.
- SIMOENS DA SILVA, Luiz Afonso (1987) "As equações quantitativas e seu alcance analítico". *Revista de Economia Política*, v. 7, No. 4, Outubro-Dezembro, 1987.
- SIMOENS DA SILVA, Luiz Afonso (1992) "Endogeneidade da moeda, instabilidade e política monetária". *Revista de Economia Política*, v. 11, No. 1, Janeiro-Março, 1992.
- SIMON, Matthew. *Cyclical Fluctuations in the International Capital Movements of the United States, 1865-1897*. New York: Arno, 1979.
- SIMONSEN, Mário Henrique *Dinâmica Macroeconômica*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.
- SKINNER, J. (1985) "The Effect of increased longevity on capital accumulation". *American Economic Review*, vol. 75. No. 5. December 1985.
- SPRAGUE, O. M. *History of Crises Under the National Banking System*. New York: Augustus M. Kelley, 1968, (1st. Edition, 1910)
- STADLER, G. W. (1990) "Business cycle models with endogenous technology". *American Economic Review*, vol. 80 No. 4, September 1990.
- STARR, R. (1972) "Exchange in barter and monetary economies". *Quarterly Journal of Economics*, 86, 1972.
- STIGLITZ, Joseph (1988) "Money credit and business fluctuations". *The Economic Record*, December 1988.
- STOCKMAN, A. (1990) "International transmission and real business cycle models". *American Economic Review*, vol. 80 No. 2, May 1985.
- SZMRECSÁNYI, Tamás org. *Keynes*. São Paulo: Ática, 1984.
- TAVARES, M.C. e D. M. DIAS org. *A Economia Política da Crise*. Rio de Janeiro: Vozes, 1982.
- TAVARES, Maria da Conceição (1983) "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente". *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, Nº 2, 1983.
- TAYLOR, John B. (1982) "The role of expectation in the choice of monetary policy". *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1982.
- TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W. W. Norton, 1976.
- THOM, DeCourcy . *A Brief History of Panics*. New York: Aug. M. Kelley, 1966. (1st. edition, 1893)
- THORNTON, Henry. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: Frank Cass and Co., 1962, Primeira edição de 1802.
- TOBIN, J. (1958) "Liquidity preference as behavior toward risk". *Review of Economic Studies*, vol. 25, Feb 1958.
- TOBIN, J. *Acumulação de Ativos e Atividade Econômica*. São Paulo: Vértice, 1987.
- TOBIN, James. (1965) "Money and economic growth". *Econometrica* 33(4), October, 1965.
- TORRES Filho, Ernani (1997). "A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa". *Revista de Economia Política*, V.17, nº 1(65), Jan-março/97.
- TOWNSEND, R. M. (1979) "Optimal contracts and competitive markets with costly state verification". *Journal of Economic Theory* 21, 1979.

- TOWNSEND, R. M. (1983) "Financial structure and economic activity". *American Economic Review*, vol. 73. No. 5. December 1983.
- TRIFFIN, Robert. *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press, 1960.
- VEBLEN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904.
- VLECK, G. *The Panic of 1857: An Analytical Study*. New York: Columbia University Press, 1953.
- WALRAS, Léon (1874) *Compêndios dos Elementos de Economia Política Pura*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- WEBB, Steven B. *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- WEIR, M. and T. SKOCPOL (1985) "State Structures and the Possibilities for Keynesian Responses for the Great Depression in Sweden, Britain and the United States". In Peter Evans ed., (1985) *Bringing the State Back*, Cambridge: Cambridge University Press.
- WERNECK, R. L. F. (1986) "Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 16, N.º 3, 1986.
- WHITEMAN, C. (1984) "Lucas on the quantity theory: hypothesis testing without theory". *American Economic Review*, vol. 71. No. 4. September 1984.
- WICKER, E. (1986) "Terminating hyperinflation in the dismembered Habsburg monarchy". *American Economic Review*, vol. 76 No.3, June 1986.
- WICKSELL, K. *Lições de Economia Política*. São Paulo: Nova Cultural, 1986, (primeira edição em sueco, 1935).
- WIGMORE, B. *The Crash and its Aftermath: A History of Security Markets in the United States. 1929-1933*. Westport: Greenwood, 1985.
- WIGMORE, B. (1986) "A. Debt, Financial Stability and Public Policy". Kansas City: *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1986.
- WIJNBERGEN. S. (1992) "Intertemporal Speculation, Shortages And The Political Economy Of Price Reform". *Economic Journal*, 102. November 1992.
- WIRTH, Max (1893) "The crisis of 1890". *Journal of Political Economy*, March 1893.
- WITTGENSTEIN, Ludwig. *Tractatus Logico-Philosophicus*. London: Routledge & Kegan Paul Ltd., 1955.
- WOLFSON, Martin H. *Financial Crises*. New York: M.E. Sharpe, Segunda edição, 1994.
- WRAY, R. L. (1993) "Money, interest rates, and monetarist policy". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 15. No. 4, Summer 1993.
- WRAY, L. R. (1992) "Commercial banks, the Central Bank, and endogenous money". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, No.3, Spring 1992.
- YELLEN, J. (1984) "Efficiency wage models of unemployment". *American Economics Review*, March 1984.